



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ  
ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ

Διπλωματική Εργασία

**ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ**

**ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

της

**ΛΑΜΠΡΙΑΝΙΔΟΥ ΑΝΘΗΣ ΚΑΤΕΡΙΝΑΣ**

Επιβλέπων Καθηγητής: Αθανάσιος Νούλας

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στη  
Στρατηγική Διοικητική Λογιστική και τη Χρηματοοικονομική Διοίκηση

Μάιος 2019

## Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά,

Τον επιβλέποντα καθηγητή κ. Αθανάσιο Νούλα για την καθοδήγηση του, την υπομονή του και την άμεση ανταπόκριση στα ερωτήματα μου.

Σε προσωπικό επίπεδο, την ξαδέρφη μου και τις φίλες μου για την ενθάρρυνση τους, αλλά κυρίως την οικογένεια μου που με στηρίζει σε κάθε μου βήμα.

## Περίληψη

Τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν στις μέρες μας έναν από τους πιο διαδεδομένους και δημοφιλείς τρόπους επένδυσης. Η συμβολή τους στη χρηματιστηριακή αγορά είναι καθοριστική λόγω των πλεονεκτημάτων τους γι' αυτό και αποτελούν αντικείμενο μελέτης. Η παρούσα διπλωματική εργασία αναλύει την εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων διαχρονικά δίνοντας έμφαση στον τελευταίο χρόνο. Παρουσιάζεται το ύψος του ενεργητικού ΟΣΕΚΑ, των πωλήσεων ΟΣΕΚΑ, αλλά και η διάρθρωση των αμοιβαίων κεφαλαίων σε διεθνές και εγχώριο επίπεδο. Επιπλέον, γίνεται αναφορά και στις χώρες με τις μεγαλύτερες επενδύσεις παγκοσμίως. Στη συνέχεια εξετάζονται τα ελληνικά μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια την τελευταία πενταετία και πιο συγκεκριμένα από 1/11/2013 έως 31/10/2018. Υπολογίζονται η απόδοση και ο κίνδυνος κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου, ενώ οι μέθοδοι αξιολόγησης που χρησιμοποιήθηκαν είναι οι δείκτες Sharpe, Treynor και  $M^2$ . Βάση των αποτελεσμάτων τα συγκεκριμένα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια θεωρούνται αμυντικά, καθώς οι αποδόσεις τους μεταβάλλονται πιο ήπια από την αγορά. Τέλος η κατάταξη των κεφαλαίων είναι σχεδόν ίδια με βάση τους δείκτες έχοντας μόνο πολύ μικρές αποκλίσεις.

## Abstract

Nowadays, mutual funds are one of the most widespread and popular ways of investment. Their contribution to the stock market is decisive because of their advantages and that is the reason of being studied. This thesis analyzes the evolution of mutual funds over time, emphasizing on the last year. The amount of UCITS assets, UCITS sales but also the structure of mutual funds at an international and domestic level are presented. In addition, there is a reference to the countries with the greatest investments worldwide. Subsequently, greek equity funds are examined over the last five years, more specifically from 1/11/2013 to 31/10/2018. The return and risk of each mutual fund are estimated while the evaluation methods which were used are Sharpe, Treynor and  $M^2$  ratio. Based on the results, these equity funds are considered to be defensive as their returns are shifting more mildly than the market. Finally, the ranking of funds is almost the same on the basis of the ratios, having only very few deviations.

## Περιεχόμενα

Ευχαριστίες .....	ii
Περίληψη.....	iii
Abstract .....	iv
Κατάλογος πινάκων.....	vii
Κατάλογος γραφημάτων .....	vii
Εισαγωγή.....	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.....	3
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΣΥΛΛΟΓΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ .....	3
ΣΕ ΚΙΝΗΤΕΣ ΑΞΙΕΣ .....	3
1.1. Ορισμός.....	3
1.2. Κατηγορίες ανοιχτού τύπου ΟΣΕΚΑ.....	3
1.3. Κατηγορίες κλειστού τύπου ΟΣΕΚΑ.....	4
1.4 Διαφορές ανοιχτού και κλειστού τύπου .....	6
1.5 Κατηγορίες ΟΣΕΚΑ με βάση την επενδυτική τους πολιτική .....	7
1.6 Φορολογικό καθεστώς.....	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.....	9
ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ .....	9
2.1 Ορισμός.....	9
2.2. Σκοπός.....	9
2.3 Χαρακτηριστικά .....	9
2.4 Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ).....	11
2.5 Μεριδιούχοι.....	11
2.6 Θεματοφύλακας.....	12
2.7 Κανονισμός .....	12
2.8 Πλεονεκτήματα Αμοιβαίων Κεφαλαίων .....	13
2.9 Μειονεκτήματα Αμοιβαίων Κεφαλαίων .....	14
2.10 Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	16
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.....	21
ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ .....	21
3.1 Η ιστορία των αμοιβαίων κεφαλαίων.....	21
3.2 Παγκόσμια εξέλιξη των τελευταίων 10 χρόνων.....	22
3.3 Παγκόσμια εξέλιξη 2017-2018 .....	23
3.4 Εξέλιξη στην Ευρώπη .....	29

3.5 Εξέλιξη στην Ελλάδα .....	29
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.....	33
ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ .....	33
ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ .....	33
4.1 Εισαγωγικές έννοιες.....	33
4.2 Απόδοση και κίνδυνος.....	33
4.3 Μέθοδοι Αξιολόγησης Αμοιβαίων Κεφαλαίων .....	37
4.3.1 Υπόδειγμα CAPM .....	37
4.3.2 Έρευνες για την αξιολόγηση αμοιβαίων κεφαλαίων.....	39
4.3.1 Δείκτης του Treynor.....	41
4.3.2 Δείκτης του Sharpe.....	42
4.3.3 Μέτρο αποδοτικότητας Modigliani and Modigliani ( $M^2$ ).....	43
4.3.4 Δείκτης του Jensen .....	43
4.3.5 Μέθοδος Fama .....	44
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.....	46
ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ .....	46
5.1 Εισαγωγή.....	46
5.2 Υπολογισμός απόδοσης.....	47
5.3 Υπολογισμός κινδύνου.....	48
5.4 Υπολογισμός δεικτών αξιολόγησης .....	53
Συμπεράσματα.....	59
Βιβλιογραφία .....	62

## Κατάλογος πινάκων

Πίνακας 3. 1: Διάρθρωση ΟΣΕΚΑ παγκοσμίως (%).....	23
Πίνακας 3. 2: Παγκόσμια αξία ενεργητικού ΟΣΕΚΑ ανοιχτού τύπου ανά κατηγορία κεφαλαίου (σε δις ευρώ) .....	25
Πίνακας 3. 3: Καθαρές πωλήσεις ΟΣΕΚΑ ανοιχτού τύπου παγκόσμια (σε δις ευρώ).....	27
Πίνακας 3. 4: Συνολικό καθαρό ενεργητικό (σε εκατ. ευρώ) .....	28
Πίνακας 3. 5: Συνολικές καθαρές πωλήσεις (σε εκατ. ευρώ) .....	28
Πίνακας 3. 6: Αριθμός αμοιβαίων κεφαλαίων .....	28
Πίνακας 3. 7: Ενεργητικό, Πωλήσεις, Αριθμός αμοιβαίων κεφαλαίων (Ελλάδα) .....	30
Πίνακας 3. 8: Διάρθρωση αμοιβαίων κεφαλαίων (Ελλάδα, τρίτο τρίμηνο 2018).....	30
Πίνακας 3. 9: Συνολικό Ενεργητικό Αγοράς ΟΣΕΚΑ ανά Εταιρεία την 31/12/2018.....	31
Πίνακας 5. 1: Ελληνικά Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια .....	46
Πίνακας 5. 2: Μέση μηνιαία απόδοση μετοχικών κεφαλαίων.....	47
Πίνακας 5. 3: Τυπική απόκλιση μετοχικών κεφαλαίων.....	50
Πίνακας 5. 4: Συντελεστής Μεταβλητότητας μετοχικών κεφαλαίων.....	51
Πίνακας 5. 5: Συστηματικός κίνδυνος μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων .....	53
Πίνακας 5. 6: Κατάταξη αμοιβαίων κεφαλαίων με βάση το δείκτη Sharpe .....	54
Πίνακας 5. 7: Κατάταξη μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων με βάση το δείκτη Treynor .....	55
Πίνακας 5. 8: Κατάταξη μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων με βάση το δείκτη $M^2$ .....	56
Πίνακας 5. 9: Συγκεντρωτική κατάταξη μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων βάση των δεικτών Treynor, Sharpe και $M^2$ .....	57

## Κατάλογος γραφημάτων

Γράφημα 3. 1: Επενδύσεις στο ενεργητικό ΟΣΕΚΑ (τελευταίο τρίμηνο, σε τρις ευρώ).....	22
Γράφημα 3. 3: Γεωγραφικές τάσεις στο ενεργητικό επενδυτικών κεφαλαίων στο τέλος τριμήνου (σε δις ευρώ).....	24
Γράφημα 3. 2: Παγκόσμιο ενεργητικό αμοιβαίων κεφαλαίων στο τέλος τριμήνου σε τρις ευρώ.....	24
Γράφημα 3. 4: Παγκόσμια αξία ενεργητικού ανά κατηγορία αμοιβαίου κεφαλαίου (3ο τρίμηνο του 2018) .....	26
Γράφημα 3. 5: Χώρες με τις μεγαλύτερες επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια παγκόσμια (μερίδιο αγοράς, τρίτο τρίμηνο 2018).....	26
Γράφημα 3. 6: Ευρωπαϊκές χώρες με τις μεγαλύτερες επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια παγκόσμια (μερίδιο αγοράς, τρίτο τρίμηνο 2018) .....	29
Γράφημα 3. 7: Διάρθρωση ανά κατηγορία στην Ελλάδα (τρίτο τρίμηνο 2018).....	31

## Εισαγωγή

Τα τελευταία χρόνια τα αμοιβαία κεφάλαια φαίνεται να συμβάλλουν σημαντικά στην πορεία της χρηματοοικονομικής αγοράς, καθώς αποτελούν έναν πολύ ελκυστικό τρόπο επένδυσης τόσο σε παγκόσμιο όσο και σε εγχώριο επίπεδο. Οι επενδύσεις που γίνονται στα αμοιβαία κεφάλαια αυξάνονται συνεχώς με αποτέλεσμα να αυξάνεται και το ύψος του ενεργητικού ΟΣΕΚΑ παγκοσμίως, φτάνοντας τα 46,64 τρις ευρώ το 2018. Ο λόγος αυτής της ανάπτυξης είναι πως τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν τις ρίζες τους στην ανάγκη του ανθρώπου να μετριάσει τους οικονομικούς κινδύνους που απορρέουν από τις διαρκείς μεταβολές του οικονομικού περιβάλλοντος στο οποίο ζει και δραστηριοποιείται. Ο επενδυτής μπορεί με το μικρότερο δυνατό κόστος να επιτύχει τα μέγιστα δυνατά αποτελέσματα. Αυτό οφείλεται στη διαφοροποίηση του κινδύνου που επιτυγχάνεται μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων αλλά και τον επιμερισμό της επένδυσης σε αμοιβαία κεφάλαια διαφορετικών κατηγοριών. Υπάρχουν πολλές επιλογές τοποθέτησης χρημάτων σε αμοιβαία κεφάλαια ανάλογα με τις ανάγκες και το προφίλ του κάθε επενδυτή.

Γίνεται σαφές, πως η ανάπτυξη αυτή των αμοιβαίων κεφαλαίων δημιούργησε την ανάγκη αξιολόγησης της αποδοτικότητας τους. Αναπτύχθηκαν διάφορα υποδείγματα και μέτρα αξιολόγησης με βάση τα οποία μπορεί να κριθεί η ικανότητα του διαχειριστή του αμοιβαίου κεφαλαίου να συνθέσει ένα χαρτοφυλάκιο και να πάρει τις κατάλληλες επενδυτικές αποφάσεις.

Στην Ελλάδα η είσοδος των αμοιβαίων κεφαλαίων καθυστέρησε λόγω των οικονομικών και πολιτικών γεγονότων που διατήρησαν την αγορά σε υπολανθάνουσα κατάσταση. Ωστόσο αργότερα παρουσιάστηκε θεαματική αύξηση τόσο του αριθμού των αμοιβαίων κεφαλαίων όσο και των κεφαλαίων που επενδύονται σε αυτά.

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας αποτελεί η αξιολόγηση των Ελληνικών Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων της τελευταίας πενταετίας. Η περίοδος αποτελείται από τον Νοέμβριο του 2013 έως και τον Οκτώβριο του 2018.

Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μία περιγραφή των Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ). Δίνεται ο ορισμός του, οι κατηγορίες που υπάρχουν αλλά και οι διαφορές μεταξύ των κατηγοριών. Επιπλέον αναφέρεται το φορολογικό καθεστώς που επικρατεί.

Στο δεύτερο κεφάλαιο αναπτύσσονται οι βασικές έννοιες του αμοιβαίου κεφαλαίου. Περιγράφονται ο ορισμός, ο σκοπός, τα χαρακτηριστικά τους και οι συντελεστές τους.



Αναλύονται τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα τους, όπως επίσης και οι κατηγορίες που υπάρχουν με βάση τα χρηματοπιστωτικά στοιχεία που περιλαμβάνουν.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζεται σύντομα η ιστορική εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων. Γίνεται αναφορά στο ύψος των επενδύσεων και τη διάρθρωση των αμοιβαίων κεφαλαίων τα τελευταία 10 χρόνια παγκοσμίως. Στη συνέχεια η ανάλυση που ακολουθεί αφορά τα έτη 2017 και 2018, δίνοντας έμφαση στο τρίτο τρίμηνο του 2018. Αναλύονται το ενεργητικό αμοιβαίων κεφαλαίων και η αξία ενεργητικού ανά κατηγορία κεφαλαίων παγκόσμια και εγχώρια αλλά και οι παγκόσμιες καθαρές πωλήσεις. Επιπλέον παρουσιάζονται οι χώρες με τις μεγαλύτερες επενδύσεις σε παγκόσμιο και ευρωπαϊκό επίπεδο.

Στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύονται οι μέθοδοι αξιολόγησης αμοιβαίων κεφαλαίων. Γίνεται μία γενική περιγραφή των εννοιών απόδοσης και κινδύνου. Στη συνέχεια αναφέρονται οι έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί για τις μεθόδους αξιολόγησης και αναλύονται οι δείκτες που χρησιμοποιούνται διεθνώς.

Τέλος, στο πέμπτο κεφάλαιο γίνεται μία εμπειρική έρευνα για τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια στην Ελλάδα. Η περίοδος στην οποία εξετάστηκαν είναι: 1/11/2013 έως 31/10/2018. Στο πρώτο στάδιο της έρευνας υπολογίστηκαν η μέση μηνιαία απόδοση και ο κίνδυνος του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου μέσω της τυπικής απόκλισης, του συντελεστή μεταβολής και του συντελεστή βήτα. Στη συνέχεια ακολουθεί ο υπολογισμός των δεικτών Sharpe, Treynor και  $M^2$  και η κατάταξη των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων βάση των δεικτών.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΣΥΛΛΟΓΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

### ΣΕ ΚΙΝΗΤΕΣ ΑΞΙΕΣ

#### 1.1. Ορισμός

Σύμφωνα με το νόμο ν. 4099/2012<sup>1</sup> ως ΟΣΕΚΑ νοείται ο οργανισμός

α) ο οποίος έχει ως μοναδικό σκοπό να επενδύει συλλογικά τα κεφάλαια που συγκεντρώνει από το κοινό σε κινητές αξίες ή/και σε άλλα ευχερώς ρευστοποιήσιμα χρηματοπιστωτικά στοιχεία και του οποίου η λειτουργία βασίζεται στην αρχή της κατανομής των κινδύνων, και β) του οποίου τα μερίδια, ύστερα από αίτηση των μεριδιούχων, εξαγοράζονται ή εξοφλούνται, άμεσα ή έμμεσα, με στοιχεία του ενεργητικού του οργανισμού αυτού. Προς αυτές τις εξαγορές ή εξοφλήσεις εξομοιώνονται οι ενέργειες ενός ΟΣΕΚΑ που στοχεύουν στο να μην αποκλίνει αισθητά η χρηματιστηριακή τιμή των μεριδίων του από την καθαρή αξία του ενεργητικού του.

Οι ΟΣΕΚΑ διακρίνονται σε «ανοιχτού τύπου» και «κλειστού τύπου».

Οι ανοιχτού τύπου ΟΣΕΚΑ που έχουν την έδρα τους στην Ελλάδα λαμβάνουν τη μορφή:

- Αμοιβαίου Κεφαλαίου (ΑΚ) και
- Ανώνυμης Εταιρείας Επενδύσεων Μεταβλητού Κεφαλαίου (ΑΕΕΜΚ)

Οι κλειστού τύπου ΟΣΕΚΑ που έχουν την έδρα τους στην Ελλάδα λαμβάνουν τη μορφή της Εταιρείας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΕΕΧ).

#### 1.2. Κατηγορίες ανοιχτού τύπου ΟΣΕΚΑ

##### **Αμοιβαίο Κεφάλαιο**

Το αμοιβαίο κεφάλαιο είναι μια περιουσία που αποτελείται από κινητές αξίες και μετρητά (που κυκλοφορούν στην εγχώρια και ξένη χρηματιστηριακή αγορά), της οποίας τα επιμέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε μεριδιούχους. Η ισότιμη συμμετοχή των μεριδιούχων στα κέρδη ή τις ζημιές που προκύπτουν από τη διαχείριση της περιουσίας του κεφαλαίου, εξηγεί την έννοια του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η διαχείριση των κεφαλαίων αυτών γίνεται από τις

<sup>1</sup> <http://www.ethe.org.gr>: Εφημερίδα της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας

Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων, οι οποίες συγκεντρώνουν τα χρήματα που προσφέρουν οι επενδυτές και στη συνέχεια τα επενδύουν σε διάφορα χρηματοοικονομικά προϊόντα (κινητές αξίες).

Η καθαρή περιουσία, δηλαδή η συνολική αξία της περιουσίας του αμοιβαίου κεφαλαίου ονομάζεται καθαρό ενεργητικό.

### **Ανώνυμη Εταιρεία Επενδύσεων Μεταβλητού Κεφαλαίου (ΑΕΕΜΚ)**

Οι ΟΣΕΚΑ που έχουν τη μορφή ΑΕΕΜΚ έχουν σαν αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση του δικού τους χαρτοφυλακίου, και δεν επιτρέπεται να αναλαμβάνουν τη διαχείριση περιουσιακών στοιχείων για λογαριασμό τρίτου.

Προκειμένου να χορηγηθεί η σχετική άδεια λειτουργίας, μια ΑΕΕΜΚ υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τα ακόλουθα στοιχεία:

- καταστατικά έγγραφα της ΑΕΕΜΚ,
- δήλωση πιστωτικού ιδρύματος ότι δέχεται να κατατίθενται σε αυτό τα στοιχεία του ενεργητικού της καθώς και να ασκεί καθήκοντα θεματοφύλακά της,
- δήλωση εταιρείας διαχείρισης ότι δέχεται να ορισθεί ως εταιρεία διαχείρισης της ΑΕΕΜΚ, στην περίπτωση που η ΑΕΕΜΚ δεν προτίθεται να ασκεί η ίδια τη διαχείρισή της, καθώς και το σχέδιο της σχετικής σύμβασης μεταξύ της υπό σύσταση και της εταιρείας διαχείρισης, και
- αναλυτικό κατάλογο των στοιχείων του αρχικού μετοχικού κεφαλαίου της ΑΕΕΜΚ ύψους τουλάχιστον €300.000 εφόσον έχει ορισθεί εταιρεία διαχείρισης ή, εναλλακτικά, τουλάχιστον €800.000 εφόσον δεν έχει ορισθεί εταιρεία διαχείρισης. Το αρχικό μετοχικό κεφάλαιο της ΑΕΕΜΚ δύναται να κατανέμεται σε επί μέρους επενδυτικά τμήματα, καθένα από τα οποία θα έχει αρχικό ενεργητικό ύψους τουλάχιστον €300.000. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δύναται με απόφαση της να αλλάζει τα ανωτέρω ποσά.

### **1.3. Κατηγορίες κλειστού τύπου ΟΣΕΚΑ**

Στη χώρα μας, κλειστού τύπου επενδύσεις αποτελούν ουσιαστικά οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.

## **Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου**

Οι εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (E.E.X.) είναι ουσιαστικά ανώνυμες εταιρείες με αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών. Κινητές αξίες είναι οι μετοχές, οι ομολογίες, τα ομόλογα, οι τίτλοι των μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων, οι τραπεζικές καταθέσεις, τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου και άλλα χρηματιστηριακά προϊόντα.

Η τιμή διαμορφώνεται καθημερινά στο χρηματιστήριο ανάλογα με την προσφορά και τη ζήτηση για τη μετοχή και μπορεί να διαφέρει από την εσωτερική αξία, δηλαδή μπορεί να αποτιμάται με discount ή με premium. Όταν η εσωτερική αξία του ενεργητικού (η τρέχουσα αξία του χαρτοφυλακίου) είναι μεγαλύτερη της χρηματιστηριακής αξίας (η αξία που προκύπτει πολλαπλασιάζοντας τον αριθμό των μετοχών με την χρηματιστηριακή μετοχή) τότε λέμε ότι η μετοχή διαπραγματεύεται με έκπτωση(discount), ενώ όταν είναι μικρότερη λέμε ότι η μετοχή διαπραγματεύεται με premium. Στην πραγματικότητα μόνο κατά τύχη θα μπορούσε να συμπέσει η αγοραία τιμή της μετοχής με την εσωτερική αξία. Κανονικά η τιμή της μετοχής της EEX θα έπρεπε να ισούται με την εσωτερική αξία της αλλά αυτές διαπραγματεύονται με discount της τάξης του 10-20%.

Προκειμένου να μπορέσει να αγοράσει κάποιος μετοχές μιας E.E.X. θα πρέπει να υπάρξουν κάποιοι άλλοι επενδυτές που κατέχουν ήδη μετοχές μιας συγκεκριμένης E.E.X. και να επιθυμούν να τις πουλήσουν. Όμως, για να πουλήσει ένας επενδυτής τις μετοχές μιας συγκεκριμένης E.E.X. θα πρέπει να εκδηλωθεί ενδιαφέρον αγοράς από άλλους επενδυτές.

Για τη σύσταση της E.E.X. το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο που απαιτείται είναι €500.000 που προέρχονται από τις εισφορές των επενδυτών, οι οποίοι σε αντάλλαγμα παίρνουν μετοχές της εταιρείας. Η άδεια λειτουργίας χορηγείται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, απαραίτητη προϋπόθεση για την άδεια είναι η καταβολή ολόκληρου του κεφαλαίου και η δήλωση ενός πιστωτικού ιδρύματος ότι δέχεται να ενεργεί ως θεματοφύλακας της E.E.X.

Η E.E.X. είναι υποχρεωμένη να εισάγει τις μετοχές της σε οργανωμένη αγορά εντός έξι μηνών από την χορήγηση της άδειας λειτουργίας. Εάν η προθεσμία λήξει και οι μετοχές της E.E.X. δεν έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση, η άδεια λειτουργίας ανακαλείται. Οι E.E.X. πρέπει να έχουν την παρακάτω οργανωτική μορφή:

- Το Διοικητικό Συμβούλιο
- Το διευθύνοντα Σύμβουλο ή Γενικό Διευθυντή
- Την επενδυτική Επιτροπή

- Τον Διαχειριστή (Fund Manager)
- Οργανωμένο Λογιστήριο
- Εσωτερικό Ελεγκτή
- Υπεύθυνο Εταιρικών Ανακοινώσεων-Σχέσεων με τους μετόχους

## 1.4 Διαφορές ανοιχτού και κλειστού τύπου

Βασικός στόχος και των δύο κατηγοριών Συλλογικών Επενδύσεων είναι να συγκεντρώσουν κεφάλαια από επενδυτές και να εκμεταλλευτούν τις ευκαιρίες για την καλύτερη επένδυση τους. Ωστόσο υπάρχουν και σημαντικά σημεία που κάνουν τις δύο κατηγορίες να διαφέρουν. Τα δύο βασικά χαρακτηριστικά τα οποία διαφοροποιούν τις κατηγορίες είναι: η ρευστότητα και η τιμή του μεριδίου.

Στις «ανοιχτού τύπου» επενδύσεις οι εταιρείες είναι υποχρεωμένες από το νόμο να δημιουργήσουν νέα μερίδια όταν εκδηλωθεί επιθυμία από επενδυτές να αγοράσουν. Επίσης, είναι υποχρεωμένες να εξαγοράσουν μερίδια όταν υπάρξουν επενδυτές που θέλουν να πουλήσουν. Έτσι, το ενεργητικό μεταβάλλεται καθημερινά με την πώληση και την αγορά νέων μεριδίων. Αντίθετα στις «κλειστού τύπου» επενδύσεις εκδίδεται ένας συγκεκριμένος αριθμός μετοχών. Προκειμένου να αγοράσει ένας επενδυτής μετοχές πρέπει να υπάρξει κάποιος άλλος που κατέχει ήδη μετοχές και θέλει να τις πουλήσει, και αντίστροφα για να πουλήσει κάποιος μετοχές πρέπει να εκδηλωθεί ενδιαφέρον αγοράς. Άρα το κεφάλαιο Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου μεταβάλλεται μόνο με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Συνεπώς, υπάρχει διαφορά στη ρευστότητα, στην ευκολία δηλαδή που μπορεί κάποιος να αγοράσει ή να πουλήσει μερίδια.

Δεύτερο χαρακτηριστικό διάκρισης είναι η τιμή του μεριδίου. Στις «κλειστού τύπου» εταιρείες επενδύσεων η τιμή ανά μετοχή υπολογίζεται διαφορετικά απ' ό τι η τιμή του μεριδίου ενός αμοιβαίου κεφαλαίου. Η τιμή μιας μετοχής E.E.X. διαμορφώνεται ανάλογα με την προσφορά και τη ζήτηση. Η εξέλιξη των τιμών των μετοχών που υπάρχουν στο χαρτοφυλάκιο επηρεάζουν έμμεσα την τιμή της μετοχής E.E.X.. Στα αμοιβαία κεφάλαια η τιμή του μεριδίου εξαρτάται άμεσα από την εξέλιξη των τιμών των μετοχών του χαρτοφυλακίου που αποτιμώνται καθημερινά, δηλαδή εξαρτάται από την αγοραία τιμή όλων των επενδυτικών στοιχείων που περιλαμβάνονται σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο.

## 1.5 Κατηγορίες ΟΣΕΚΑ με βάση την επενδυτική τους πολιτική

Ανάλογα με την στρατηγική που ακολουθούν οι ΟΣΕΚΑ κατατάσσονται στις παρακάτω κατηγορίες<sup>2</sup>:

### **ΟΣΕΚΑ Απόλυτης Απόδοσης (Absolute Return)**

Οι ΟΣΕΚΑ των οποίων η επενδυτική πολιτική ή στρατηγική αποσκοπεί στην κατανομή του ενεργητικού τους σε διάφορες κατηγορίες στοιχείων ενεργητικού υπό τον περιορισμό ενός προκαθορισμένου επιπέδου κινδύνου, ορίζονται ως ΟΣΕΚΑ Απόλυτης Απόδοσης.

### **ΟΣΕΚΑ Ολικής Απόδοσης (Total Return)**

Οι ΟΣΕΚΑ των οποίων η επενδυτική πολιτική ή στρατηγική αποσκοπεί στην κατανομή του ενεργητικού τους σε διάφορες κατηγορίες στοιχείων ενεργητικού με σκοπό να επιτύχουν συγκεκριμένο επίπεδο απόδοσης, ορίζονται ως ΟΣΕΚΑ Ολικής Απόδοσης.

### **ΟΣΕΚΑ Κύκλου Ζωής (Life Cycle)**

Οι ΟΣΕΚΑ των οποίων η επενδυτική πολιτική ή στρατηγική προβλέπει τη διαχρονική αλλαγή της κατανομής των στοιχείων ενεργητικού του χαρτοφυλακίου τους από μετοχές σε κινητές αξίες σταθερού εισοδήματος, σύμφωνα με προκαθορισμένους κανόνες, καθώς πλησιάζει η ημερομηνία λήξης που έχουν ορίσει, ορίζονται ως ΟΣΕΚΑ Κύκλου Ζωής.

## 1.6 Φορολογικό καθεστώς

Το φορολογικό καθεστώς που διέπει τους ΟΣΕΚΑ καθορίζεται από το άρθρο 103 του Ν. 4099/2012<sup>3</sup>. Η πράξη σύστασης αμοιβαίου κεφαλαίου, το καταστατικό ΑΕΕΜΚ και οι εκδιδόμενες από αυτήν μετοχές, η εισφορά κεφαλαίου σε ΟΣΕΚΑ, η διάθεση και η εξαγορά των μετοχών ή μεριδίων ΟΣΕΚΑ απαλλάσσονται από κάθε φόρο ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικώς τρίτων εξαιρουμένων των τελών και εισφορών προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Ως προς το ΦΠΑ εφαρμόζονται οι διατάξεις του κώδικα ΦΠΑ (Ν. 2859/2000).

<sup>2</sup> Νούλας 2016

<sup>3</sup> <http://www.ethe.org.gr>: Εφημερίδα της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας

Τα εισοδήματα από κινητές αξίες που αποκτούν οι ΟΣΕΚΑ από την ημεδαπή ή αλλοδαπή, πλην μερισμάτων ημεδαπής απαλλάσσονται της φορολογίας εισοδήματος και δεν υπόκεινται σε παρακράτηση φόρου. Βέβαια υπάρχουν κάποιες εξαιρέσεις βάση του Ν. 2238/1194 (Α' 151).

Η εταιρεία διαχείρισης, στο όνομα και για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου ή της ΑΕΕΜΚ υποχρεούται σε καταβολή φόρου ο οποίος λογίζεται καθημερινά επί του εξαμηνιαίου μέσου όρου του καθαρού ενεργητικού του ΟΣΕΚΑ ή τυχόν επί μέρους επενδυτικών του τμημάτων. Με την καταβολή του φόρου εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση του ΟΣΕΚΑ και των μεριδιούχων ή των μετοχών του.

Ο συντελεστής φόρου ορίζεται σε δέκα τοις εκατό (10%) επί του εκάστοτε ισχύοντος επιτοκίου πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (Επιτόκιο Αναφοράς), προσαυξημένου αναλόγως της κατηγορίας κάθε ΟΣΕΚΑ.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Ο Θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων εισήχθη στη χώρα μας με το Ν.Δ 608/70 «περί Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και Αμοιβαίων Κεφαλαίων». Σήμερα η λειτουργία του ρυθμίζεται από το Νόμο 4099/2012.

#### 2.1 Ορισμός

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι ομάδα περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες, μέσα χρηματαγοράς και μετρητά και της οποίας τα επιμέρους στοιχεία ανήκουν εξ' αδιαίρετου σε περισσότερους του ενός μεριδιούχους.

#### 2.2. Σκοπός

Ο σκοπός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι η συγκέντρωση αποταμιεύσεων και η επένδυση τους σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους. Επιλέγοντας τους κατάλληλους χρηματιστηριακούς τίτλους επιδιώκεται μία ικανοποιητική απόδοση και η αύξηση της αξίας των ποσών που επενδύονται ( με την άνοδο της τιμής των επιμέρους τίτλων).

Η επίτευξη αυτού του στόχου μπορεί να γίνει ευκολότερα επενδύοντας σε Αμοιβαία Κεφάλαια χάρις τη συγκέντρωση μεγάλων κεφαλαίων εφόσον είναι δύσκολο να συγκεντρωθούν από έναν επενδυτή μεμονωμένα αλλά και χάρις την επαγγελματική και επιστημονική διαχείριση των κεφαλαίων αυτών.

Η δυνατότητα διασποράς των κεφαλαίων σε σχετικά μεγάλο αριθμό χρεογράφων έχει ως αποτέλεσμα τη σημαντική μείωση του κινδύνου που υπάρχει σε κάθε μορφή επένδυσης.

#### 2.3 Χαρακτηριστικά



Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο, δηλαδή η κοινή περιουσία, διαιρείται σε μερίδια. Τα μερίδια αυτά έχουν την ίδια τιμή. Η περιουσία αυτή όπως αναφέρθηκε πιο πάνω ανήκει εξ' αδιαιρέτου σε όσους συμμετέχουν σ' αυτήν δηλαδή τους μεριδιούχους. Οι μεριδιούχοι εκπροσωπούνται δικαστικώς και εξωδίκως από την Εταιρεία Διαχείρισης.

Τα συστατικά στοιχεία ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου χωρίς τα οποία δεν θα μπορούσε να υφίσταται είναι:

- Ένας συγκεκριμένος επενδυτικός σκοπός,
- Μια ποικιλία μετοχών, ομολόγων, ομολογιών και άλλων αξιόγραφων καθώς και μετρητών,
- Μια ομάδα ατόμων που ασκεί επαγγελματική διαχείριση του πιο πάνω χαρτοφυλακίου,
- Ένας συγκεκριμένος τρόπος υπολογισμού της αξίας των επενδύσεων σε καθημερινή βάση
- Ένας συγκεκριμένος τρόπος εισόδου και αποχώρησης των επενδυτών από το Αμοιβαίο Κεφάλαιο,
- Ένα συγκεκριμένο νομικό πλαίσιο που θα θεσμοθετεί τα πιο πάνω.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι συλλογικές επενδύσεις «ανοιχτού τύπου» γιατί μπορούν να εκδίδουν απεριόριστο αριθμό μεριδίων. Ο κάθε επενδυτής έχει το δικαίωμα να αγοράσει μερίδια ή και να πουλήσει όταν αυτός θελήσει.

Τα βασικά χαρακτηριστικά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι ότι στερείται νομικής προσωπικότητας και το κεφάλαιό του είναι μεταβλητό. Έτσι, το ενεργητικό του, δηλαδή το σύνολο της περιουσίας του αλλάζει καθημερινά ανάλογα με τις εισροές και εκροές που δημιουργούνται.

Κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο χαρακτηρίζεται από πλήρη αυτονομία, καθώς οι αποφάσεις που παίρνονται αφορούν μόνο το ενεργητικό του συγκεκριμένου Αμοιβαίου Κεφαλαίου, αλλά και από ανεξαρτησία ακόμη και αν η εταιρεία που το διαχειρίζεται, διαχειρίζεται και άλλα Αμοιβαία Κεφάλαια.

Οι φορείς λειτουργίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι τρεις: α) η Εταιρεία Διαχείρισης, β) οι Μεριδιούχοι και γ) ο Θεματοφύλακας. Η οργανωτική αυτή δομή του κεφαλαίου θεμελιώνεται στον κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

## 2.4 Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ)

Διαχειριστής Αμοιβαίου Κεφαλαίου πρέπει να είναι Ελληνική Ανώνυμη Εταιρεία που να έχει ως αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, τη διοίκηση ΟΣΕΚΑ, καθώς και τη διαφήμιση των συλλογικών χαρτοφυλακίων. Η ΑΕΔΑΚ λαμβάνει άδεια σύστασης από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Το ύψος του κεφαλαίου πρέπει να ανέρχεται σε τουλάχιστον €500.000 και καταβάλλεται σε μετρητά. Οι μετοχές είναι ονομαστικές και δεν μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά.

Η Εταιρεία Διαχείρισης τηρεί τους λογαριασμούς διαχείρισης σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου και του κανονισμού Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Οι λογαριασμοί αυτοί ελέγχονται από ορκωτούς λογιστές και υποβάλλονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Η ΑΕΔΑΚ έχει την υποχρέωση να ενημερώνει τους Μεριδιούχους για την πορεία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Η επένδυση των χρηματικών ποσών που συγκεντρώνονται με σκοπό να επιτευχθεί η υψηλότερη δυνατή απόδοση και ο περιορισμός του επενδυτικού κινδύνου αποτελεί το κυριότερο έργο της.

## 2.5 Μεριδιούχοι

Η περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου διαιρείται σε ισάξια μερίδια. Οι κάτοχοι των μεριδίων αυτών ονομάζονται Μεριδιούχοι και αποκτούν ίσα δικαιώματα και υποχρεώσεις στην κοινή περιουσία.

Η τιμή διάθεσης και εξαγοράς γίνεται στην καθαρή τιμή, η οποία είναι ίση με το πηλίκο της διαίρεσης του συνόλου του καθαρού ενεργητικού της κοινής περιουσίας δια του αριθμού των μεριδίων που βρίσκονται σε κυκλοφορία, όπως προσδιορίζεται με την καθημερινή αποτίμηση. Η τιμή διάθεσης ισούται με την καθαρή τιμή προσαυξημένη με την προμήθεια διάθεσης. Η τιμή εξαγοράς ισούται με την καθαρή τιμή μειωμένη κατά την προμήθεια εξαγοράς. Ο νέος Μεριδιούχος πληρώνει εκτός από την αξία του μεριδίου και την υπεραξία του Χαρτοφυλακίου και τα πραγματοποιηθέντα κέρδη που έχουν αυξήσει την τιμή του μεριδίου. Έτσι, στο μέλλον όταν ο Μεριδιούχος θελήσει να πουλήσει τα μερίδια του, θα εισπράξει όχι την καθαρή τιμή αλλά την τιμή εξαγοράς. Μ' αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνεται ίση μεταχείριση παλιών και νέων Μεριδιούχων.

## 2.6 Θεματοφύλακας

Πρόκειται για μια τράπεζα που λειτουργεί μόνιμα στην Ελλάδα (ελληνική ή ξένη) η οποία φροντίζει για τη φύλαξη της περιουσίας, για τις εισπράξεις, τις πληρωμές και τη σωστή εκτέλεση των συναλλαγών. Ο Θεματοφύλακας, στην ουσία, εκτελεί καθήκοντα ταμία και εκτελεστικού οργάνου αγορών και πωλήσεων τίτλων κατά τις νόμιμες εντολές που δίνονται σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου. Ο έλεγχος του Θεματοφύλακα είναι έλεγχος νομιμότητας και όχι έλεγχος σκοπιμότητας της διαχείρισης.

## 2.7 Κανονισμός

Είναι το κείμενο που περιγράφει το σκοπό, τις υποχρεώσεις, τον τρόπο λειτουργίας και οτιδήποτε αφορά το αμοιβαίο κεφάλαιο. Αποτελεί δέσμευση τόσο από την ΑΕΔΑΚ και από τον Θεματοφύλακα όσο και από τους επενδυτές οι οποίοι πρέπει να το μελετούν και να το διαβάζουν προσεκτικά.

Ο Κανονισμός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου καταρτίζεται από την Εταιρεία Διαχείρισης, εγκρίνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και περιλαμβάνει τουλάχιστον τα παρακάτω:

- Την ονομασία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και τις Επωνυμίες της Εταιρείας Διαχείρισης και του Θεματοφύλακα.
- Την τιμή του μεριδίου κατά την ημέρα σύστασης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- Τα πλαίσια των Επενδύσεων Διαχείρισης, δηλαδή την Πολιτική Επενδύσεων που θα ακολουθήσει η Εταιρεία Διαχείρισης, από όπου προκύπτει και ο σκοπός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και τα χαρακτηριστικά του μέσου επενδυτή στον οποίο απευθύνεται.
- Το είδος των επενδύσεων που μπορεί να επενδύσει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο.
- Τις προμήθειες που επιβάλλει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο κατά τη διάθεση και εξαγορά των μεριδίων.
- Τις αμοιβές που καταβάλλει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο στην ΑΕΔΑΚ και τον Θεματοφύλακα.
- Το χρόνο και τη διαδικασία διανομής στους μεριδιούχους των κερδών του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

- Τους όρους διάθεσης και εξαγοράς των μεριδίων.

## 2.8 Πλεονεκτήματα Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Τα πλεονεκτήματα των αμοιβαίων κεφαλαίων και οι λόγοι που θα προέτρεπαν κάποιον να τα επιλέξει παρουσιάζονται παρακάτω:

### **Επαγγελματική Διαχείριση των Κεφαλαίων**

Η διαχείριση των χρημάτων των μεριδιούχων των αμοιβαίων κεφαλαίων γίνεται από έμπειρο και εξειδικευμένο προσωπικό της ΑΕΔΑΚ, με υψηλό επίπεδο γνώσεων. Αποτελεί πλεονέκτημα κυρίως για τα άτομα που δεν έχουν γνώσεις ή και τον χρόνο να ασχοληθούν με την επένδυση των κεφαλαίων τους. Το καταρτισμένο προσωπικό ασχολείται με την παρακολούθηση των αγορών, των οικονομικών εξελίξεων και την ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεδομένων των επιχειρήσεων ώστε να λάβει τις κατάλληλες αποφάσεις για τη διαχείριση.

### **Δεν απαιτούνται μεγάλα κεφάλαια για επένδυση**

Το ποσό που απαιτείται για μία επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια είναι σημαντικά χαμηλότερο από αυτό που απαιτείται για την επένδυση σε άλλα χαρτοφυλάκια μέσω επενδυτικού συμβούλου. Το ελάχιστο ποσό για τα αμοιβαία κεφάλαια κυμαίνεται γύρω στα €1.000. Δίνεται έτσι, η δυνατότητα να συμμετέχουν στο χρηματιστήριο μικροί επενδυτές, οι οποίοι μπορούν να πραγματοποιήσουν μέσο-μακροπρόθεσμα μεγαλύτερη απόδοση από ότι στους τραπεζικούς λογαριασμούς.

### **Μείωση του κινδύνου**

Η μείωση του επενδυτικού κινδύνου επιτυγχάνεται μέσω της διασποράς των επενδύσεων. Οι επενδυτές επενδύουν τα χρήματα των μεριδιούχων σε διάφορα επενδυτικά στοιχεία, καθώς τα αμοιβαία κεφάλαια περιλαμβάνουν ένα ευρύ φάσμα χρηματοοικονομικών προϊόντων. Έτσι, με αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνεται η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου, άρα και η μείωση του κινδύνου. Εάν η πορεία ενός ή περισσότερων επενδυτικών στοιχείων (πχ. η μετοχή μιας εταιρείας) δεν είναι καλή, αυτό μπορεί να αντισταθμιστεί από τη θετική πορεία κάποιων άλλων επενδυτικών στοιχείων που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο.

### **Άμεση ρευστότητα**

Οι επενδυτές των αμοιβαίων κεφαλαίων δε δεσμεύουν τα χρήματα τους για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και μπορούν να ρευστοποιήσουν τα μερίδια τους οποιαδήποτε στιγμή. Έχουν τη δυνατότητα να πάρουν το αντίτιμο αυτών των μεριδίων εντός πέντε ημερών, χωρίς απώλεια μέρους της αξίας των μεριδίων εκτός φυσικά από την προμήθεια εξαγοράς.

### **Διαφάνεια και Δημοσιότητα**

Η παρακολούθηση της επένδυσης σε αμοιβαία κεφάλαια είναι αρκετά απλή και δεν απαιτούν ιδιαίτερες γνώσεις. Υπάρχει ακριβής λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων και του τρόπου επένδυσης. Οι μεριδιούχοι μπορούν να ενημερώνονται καθημερινά καθώς η καθαρή αξία των μεριδίων δημοσιεύεται σε πολιτικές ή οικονομικές εφημερίδες, αυξάνοντας έτσι τη διαφάνεια του θεσμού. Με αυτόν τον τρόπο μπορούν να συγκρίνουν την πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων. Οι υπάλληλοι της ΑΕΔΑΚ θα πρέπει να είναι στη διάθεση των μεριδιούχων για περαιτέρω επεξηγήσεις.

### **Ασφάλεια περιουσιακών στοιχείων**

Τα αμοιβαία κεφάλαια θεωρούνται από τις πιο ασφαλείς επενδύσεις. Αυτό οφείλεται στην ολοκληρωμένη νομοθεσία που διέπει την λειτουργία των ΑΕΔΑΚ. Το θεσμικό πλαίσιο καθορίζεται και από την Ευρωπαϊκή νομοθεσία αλλά και από την νομοθεσία της χώρας μας. Επιπλέον, τα περιουσιακά στοιχεία των επενδυτών βρίσκονται στην κατοχή του θεματοφύλακα, ο οποίος ελέγχει την νομιμότητα για τη σωστή εκτέλεση των συναλλαγών.

### **Διαπραγματευτική δύναμη**

Το αμοιβαίο κεφάλαια μπορεί να πετύχει πιο ευνοϊκούς όρους στις διεθνείς αγορές σχετικά με την αγορά και πώληση των μετοχών. Όσο μικρά και αν είναι τα κεφάλαια των μεριδιούχων, έχουν μεγάλη διαπραγματευτική δύναμη καθώς αποτελούν όλα μαζί το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου.

## **2.9 Μειονεκτήματα Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Πέρα από τα πλεονεκτήματα που παρουσιάζουν τα αμοιβαία κεφάλαια υπάρχουν κάποιες περιπτώσεις όπου αυτού του είδους η επένδυση δεν προτιμάται.

### **Επενδυτές που δεν επιθυμούν επαγγελματική διαχείριση**

Κάποιοι επενδυτές δεν επιθυμούν επαγγελματική διαχείριση. Αυτό μπορεί να συμβαίνει είτε επειδή είναι οι ίδιοι άτομα έμπειρα στην επιλογή και τη δημιουργία χαρτοφυλακίου, είτε γιατί θέλουν να αναθέσουν την δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου σε κάποιο σύμβουλο επενδύσεων. Στην πρώτη περίπτωση, οι επενδυτές αυτοί διαθέτουν τις κατάλληλες γνώσεις αλλά και την εμπειρία να διαχειριστούν το δικό τους χαρτοφυλάκιο. Έχουν, ταυτόχρονα, τη θέληση αλλά και το χρόνο να ενημερωθούν, να ασχοληθούν και να παρακολουθήσουν το δικό τους χαρτοφυλάκιο. Έτσι, δεν χρειάζεται να απευθυνθούν σε κάποιο αμοιβαίο κεφάλαιο και να επιβαρυνθούν με μια σειρά εξόδων. Στην δεύτερη περίπτωση, οι επενδυτές πιστεύουν ότι επιλέγοντας έναν σύμβουλο επενδύσεων μπορούν να πετύχουν καλύτερη απόδοση.

### **Επιθυμία επένδυσης μόνο σε ομόλογα**

Δεν είναι λίγα τα άτομα που χαρακτηρίζονται ως risk avoiders, δηλαδή άτομα που αποφεύγουν τον κίνδυνο. Τα άτομα αυτά επενδύουν τα χρήματά τους αποκλειστικά σε ομόλογα, ομολογίες, έντοκα γραμμάτια δημοσίου, τραπεζικούς λογαριασμούς κ.α. και δεν είναι διατεθειμένα να αναλάβουν τον παραμικρό κίνδυνο.

### **Εξειδικευμένες οικονομικές ανάγκες**

Κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο έχει την δικιά του επενδυτική πολιτική και τον δικό του σκοπό ανάλογα με τη σύνθεση του. Παρά το γεγονός ότι υπάρχει μεγάλη ποικιλία αμοιβαίων κεφαλαίων, μπορεί η σύνθεση τους να μην εξυπηρετεί τις συγκεκριμένες ανάγκες του επενδυτή.

### **Υψηλές προμήθειες διάθεσης**

Οι προμήθειες διάθεσης των μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι σχετικά υψηλές ιδιαίτερα για τους επενδυτές που αναγκάζονται να ρευστοποιήσουν τα μερίδια τους σε σύντομο χρονικό διάστημα.

### **Αναποτελεσματικές εταιρείες**

Οι εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων πρέπει να ελέγχονται και να αξιολογούνται καθώς δεν είναι όλες αποτελεσματικές. Έτσι, δεν παρέχουν εγγυημένες αποδόσεις.

## 2.10 Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Η επένδυση στα Αμοιβαία Κεφάλαια ίσως εκφράζουν πολλούς επενδυτές, ωστόσο κάθε επενδυτής έχει τις δικές του εξειδικευμένες ανάγκες. Αυτός είναι ο λόγος που σήμερα υπάρχουν διάφορες κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων και έτσι ο επενδυτής μπορεί να επιλέξει ποια κατηγορία τον εκφράζει περισσότερο. Ανάλογα με τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου οι κατηγορίες αποκτούν διαφορετική ονομασία.

Κάθε κατηγορία μπορεί να αφορά είτε εγχώρια, είτε εξωτερικού είτε διεθνή Αμοιβαία Κεφάλαια.

**Εγχώρια Αμοιβαία Κεφάλαια** ονομάζονται αυτά που επενδύουν σε κινητές αξίες εσωτερικού, δηλαδή της χώρας μας (Ελλάδα).

**Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού** χαρακτηρίζονται αυτά που επενδύουν σε κινητές αξίες μίας ή περισσότερων ξένων χωρών (εκτός της Ελλάδας).

**Διεθνή Αμοιβαία Κεφάλαια** ονομάζονται αυτά που επενδύουν τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια ανάλογα με το είδος των χρηματοπιστωτικών μέσων που περιλαμβάνουν στο χαρτοφυλάκιο τους κατατάσσονται στις παρακάτω κατηγορίες:

### **Αμοιβαία Κεφάλαια Χρηματαγοράς (Money Market Funds)**

Είναι Αμοιβαία Κεφάλαια που επενδύουν κυρίως σε προϊόντα χρηματαγοράς και δεν επιτρέπεται η επένδυση σε μετοχές. Είναι η εναλλακτική πρόταση για τους παραδοσιακούς επενδυτές-καταθέτες, είναι κατάλληλα δηλαδή για επενδυτές που εναλλακτικά θα τοποθετούσαν τα χρήματά τους σε τραπεζικές καταθέσεις. Επενδύουν σε υψηλής ποιότητας χρεόγραφα που φέρουν αξιοπιστία. Η προσδοκώμενη απόδοση αυτής της κατηγορίας των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι υψηλότερη των ανταγωνιστικών προϊόντων (λογαριασμών τραπεζής κ.α.). Επιπλέον σε περιόδους κρίσεων ευνοείται η απόδοση αυτής της κατηγορίας καθώς εκμεταλλεύεται τα υψηλά τρέχοντα επιτόκια που επικρατούν. Επίσης, οι εταιρείες διαχείρισης κεφαλαίων σε συνεργασία με τις τράπεζες δίνουν κάποιες εκτιμήσεις για τις αποδόσεις σε τακτά χρονικά διαστήματα, οι οποίες συμπίπτουν συνήθως με τις πραγματικές. Με αυτόν τον τρόπο οι ενδιαφερόμενοι μπορούν να γνωρίζουν την απόδοση εκ των προτέρων, η οποία ωστόσο δεν είναι απολύτως εγγυημένη.

Απευθύνονται σε μικροεπενδυτές, βραχυπρόθεσμους επενδυτές που δεν επιθυμούν μακροχρόνια δέσμευση των χρημάτων τους, ούτε την ανάληψη υψηλού κινδύνου. Το βασικό

χαρακτηριστικό τους είναι η εύκολη ρευστοποίηση τους με ελάχιστο κόστος. Κύριος στόχος τους είναι η προστασία κεφαλαίου.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια αυτής της κατηγορίας ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους διακρίνονται σε:

- Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Βραχυπρόθεσμων Διαθεσίμων και
- Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισεως Διαθεσίμων.

### **Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια (Bond Funds)**

Ονομάζονται Αμοιβαία Κεφάλαια Ομολόγων ή σταθερού εισοδήματος διότι επενδύοντας σε ομόλογα και ομολογίες καταφέρνουν να εξασφαλίζουν μια σχετικά σταθερή ροή εισοδήματος στους κατόχους των μεριδίων. Επενδύουν τουλάχιστον 65% του ενεργητικού τους σε τίτλους σταθερού εισοδήματος, έντοκα γραμμάτια του ελληνικού δημοσίου, ομόλογα του δημοσίου ή και άλλων εταιρειών. Το ποσοστό των μετοχών δεν μπορεί να ξεπερνάει το 10%. Αυτή η κατηγορία αμοιβαίων δεν είναι απαλλαγμένη από τον κίνδυνο, όμως ο κίνδυνος είναι περιορισμένος.

Η καθαρή αξία των μεριδίων μπορεί να έχει σημαντικές διακυμάνσεις. Η διακύμανση αυτή οφείλεται στον κίνδυνο φερεγγυότητας και στον κίνδυνο επιτοκίου. Ο κίνδυνος φερεγγυότητας αναφέρεται στην πιθανότητα αθέτησης της υπόσχεσης του εκδότη να αποπληρώσει την αξία της ομολογίας. Η μεταβολή του ύψους των επιτοκίων, επίσης, επηρεάζει την τιμή των ομολόγων. Η απόδοση αυτών των κεφαλαίων προέρχεται από την αποτίμηση των ομολόγων σε τρέχουσες τιμές, εξαρτάται δηλαδή κυρίως από την πορεία των επιτοκίων. Όταν τα επιτόκια στην αγορά μειώνονται οι τιμές των ομολόγων αυξάνονται και όταν τα επιτόκια αυξάνονται η απόδοση μειώνεται. Η προσδοκώμενη απόδοση αυτών των κεφαλαίων είναι υψηλότερη από την απόδοση της ετήσιας διάρκειας εντόκων γραμματίων του Δημοσίου λόγω των μετοχών. Οι μετοχές που αποτελούν μέρος του χαρτοφυλακίου έχουν υψηλότερη προσδοκώμενη απόδοση από την απόδοση των ετήσιας διάρκειας εντόκων γραμματίων του Δημοσίου. Μεγάλο ρόλο παίζει και η διάρκεια του ομολόγου. Όσο μεγαλύτερη η διάρκεια τόσο μεγάλη και η μεταβολή της τιμής.

Απευθύνεται σε συντηρητικούς επενδυτές που ενδιαφέρονται για ένα σταθερό εισόδημα χωρίς μεγάλο κίνδυνο. Στόχος των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων είναι να πραγματοποιήσουν μια ελκυστική απόδοση σε σχέση με τις συνθήκες αγοράς.



### **Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια (Equity Funds)**

Τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού τους, κατά μέσο όρο τριμήνου, σε μετοχές. Οι μετοχές είναι διαφόρων εταιριών, συνήθως εισηγημένων σε χρηματιστηριακές αγορές. Σε περίπτωση που παρεκκλίνει το ποσοστό αυτό κατά 10% ή περισσότερο, η ΑΕΔΑΚ είναι υποχρεωμένη να ενημερώσει τους μεριδιούχους και να εξηγήσει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τους λόγους παρέκκλισης. Εάν το ποσοστό αυτό παρεκκλίνει κατά 20% και πάνω τότε η ενημέρωση πρέπει να πραγματοποιηθεί εντός της επόμενης ημέρας.

Η καθαρή αξία του ενεργητικού και των μεριδίων αυτών των κεφαλαίων παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα σε σχέση με τις άλλες κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι μετοχές διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια αξιών και οι τιμές τους διαμορφώνονται ανάλογα με τη ζήτηση και την προσφορά. Έτσι, υπάρχει μεγαλύτερος κίνδυνος από όλες τις άλλες κατηγορίες, αλλά ταυτόχρονα υπάρχει και μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση.

Ακόμα και μεταξύ των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων υπάρχει μία διάσταση ως προς τον σκοπό τους. Κάποια έχουν ως πρώτο στόχο την πραγματοποίηση κεφαλαιακών κερδών και κάποια άλλα την επίτευξη κάποιου εισοδήματος. Η επενδυτική πολιτική διαφέρει σε κάθε περίπτωση. Κάποια μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια μπορεί να επενδύουν σε μετοχές υψηλής ποιότητας με μεγάλη χρηματιστηριακή αξία, (όπως μεγάλες βιομηχανικές επιχειρήσεις). Οι τιμές αυτών των μετοχών δεν παρουσιάζουν μεγάλες διακυμάνσεις σε σύντομα χρονικά διαστήματα, έτσι το ρίσκο είναι μικρότερο από κάποιο άλλο μετοχικό που επενδύει σε μετοχές με μεγάλες διακυμάνσεις στις τιμές τους. Κύριος στόχος όλων είναι σε γενικές γραμμές είναι να πραγματοποιήσουν μια ελκυστική απόδοση σε σχέση με τις συνθήκες αγοράς.

Η κατηγορία αυτή απευθύνεται στους πιο ριζοκίνδυνους επενδυτές και σε όλους όσους επιθυμούν να έχουν τη δυνατότητα μέγιστης αύξησης του κεφαλαίου τους.

### **Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια (Balanced Funds)**

Είναι αμοιβαία κεφάλαια με μεγάλη ευελιξία στις επενδύσεις. Επενδύουν τουλάχιστον το 10% του ενεργητικού τους σε μετοχές και τουλάχιστον 10% σε χρεωστικούς τίτλους. Το μέγιστο ποσοστό επένδυσης είτε σε μετοχές, είτε σε χρεωστικούς τίτλους δεν μπορεί να υπερβαίνει το 65%. Λόγω της ποικιλίας των επενδυτικών στοιχείων που υπάρχει στα μικτά αμοιβαία κεφάλαια, επιτυγχάνεται ικανοποιητική διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους.

Απευθύνεται σε επενδυτές με μέσο-μακροπρόθεσμο χαρακτήρα που θέλουν να αναλάβουν τον κίνδυνο των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων αλλά ταυτόχρονα θέλουν την μεγαλύτερη δυνατή απόδοση των μετοχών όταν η πορεία του χρηματιστηρίου είναι θετική. Οι αποδόσεις των μικτών παρουσιάζουν συνήθως μικρότερες διακυμάνσεις από αυτές των μετοχικών αλλά μεγαλύτερες από αυτές των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων. Στόχος τους είναι η εξασφάλιση ενός ικανοποιητικού εισοδήματος, ενώ η πραγματοποίηση κεφαλαιακών κερδών δεν παραβλέπεται εντελώς.

### **Σύνθετα Αμοιβαία Κεφάλαια**

Τα Σύνθετα Αμοιβαία Κεφάλαια έχουν τη δυνατότητα να επενδύουν σε όλα τα χρηματοπιστωτικά μέσα που προβλέπονται από το Ν.3283/2004. Η διαχείριση αυτών των κεφαλαίων επιδιώκει την προκαθορισμένη απόδοση κατά τη λήξη τους, διατηρώντας καθ' όλη τη διάρκεια τους τα στοιχεία του ενεργητικού που απαιτούνται. Σ' αυτήν την κατηγορία υπάρχει ορισμένος αριθμός σεναρίων, κάθε ένα από αυτά τα σενάρια προσφέρει διαφορετική απόδοση στους μεριδιούχους.

### **Αμοιβαία Κεφάλαια Δείκτη (Index Funds)**

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Δείκτη στην ουσία «αντιγράφουν» σε μεγάλο βαθμό τη διάρθρωση του χρηματιστηριακού δείκτη. Περιλαμβάνει μετοχές εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρειών, οι οποίες συγκροτούν το γενικό δείκτη της συγκεκριμένης χρηματιστηριακής αγοράς. Στόχος αυτών των κεφαλαίων είναι να επιτύχει τις ίδιες περίπου αποδόσεις με τον δείκτη στον οποίο είναι συνδεδεμένα. Εάν για παράδειγμα η απόδοση του γενικού δείκτη αυξηθεί κατά 10%, το αμοιβαίο κεφάλαιο αναμένεται να αυξηθεί περίπου κατά 10% επίσης. Η κατηγορία αυτή ίσως παρομοιάζεται με αυτή των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, ωστόσο η επενδυτική φιλοσοφία τους είναι διαφορετική. Οι μετοχές που περιλαμβάνουν ένα μετοχικό αμοιβαίο κεφάλαιο είναι αποτέλεσμα επιλογής των διαχειριστών, δεν επενδύουν δηλαδή στην γενικότερη πορεία της αγοράς όπως γίνεται με τα αμοιβαία κεφάλαια δείκτη.

Απευθύνεται σε επενδυτές που πιστεύουν ότι η συγκεκριμένη χρηματιστηριακή αγορά θα έχει καλή απόδοση και παράλληλα θέλει να αποφύγει το άγχος της παρακολούθησης συγκεκριμένων μετοχών. Τα κεφάλαια δείκτη διαχειρίζονται παθητικά και όχι ενεργά. Αυτός είναι και ο λόγος που εάν ένας επενδυτής θέλει να επενδύσει σε αυτήν την κατηγορία χρεώνεται πολύ λιγότερα τέλη σε σχέση με κάποιο άλλο ενεργά διαχειριζόμενο αμοιβαίο κεφάλαιο. Σε κεφάλαια δεικτών, ο επενδυτής επιτυγχάνει υψηλότερες αποδόσεις μόνο όταν η

αγορά είναι αισιόδοξη, ενώ τα αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να αποδώσουν υψηλές αποδόσεις ακόμη και όταν η αγορά υποχωρήσει.

### **Αμοιβαία Κεφάλαια Κεφαλαίων (Funds of Funds)**

Είναι αμοιβαία κεφάλαια τα οποία επενδύουν σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων και σε μερίδια ή μετοχές ΟΣΕΚΑ ή άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων. Δημιουργούνται συνήθως από μεγάλες Α.Ε. διαχείρισης οι οποίες εκτός των άλλων αμοιβαίων που διαθέτουν, δημιουργούν ένα ή περισσότερα αμοιβαία που περιλαμβάνουν μερίδια των υπολοίπων που περιλαμβάνονται στη διαχείριση τους. Η διαφοροποίηση που επιτυγχάνει το συγκεκριμένο αμοιβαίο είναι ακόμα μεγαλύτερη. Η επένδυση σε κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο δεν μπορεί να υπερβαίνει το 20% του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ

#### 3.1 Η ιστορία των αμοιβαίων κεφαλαίων

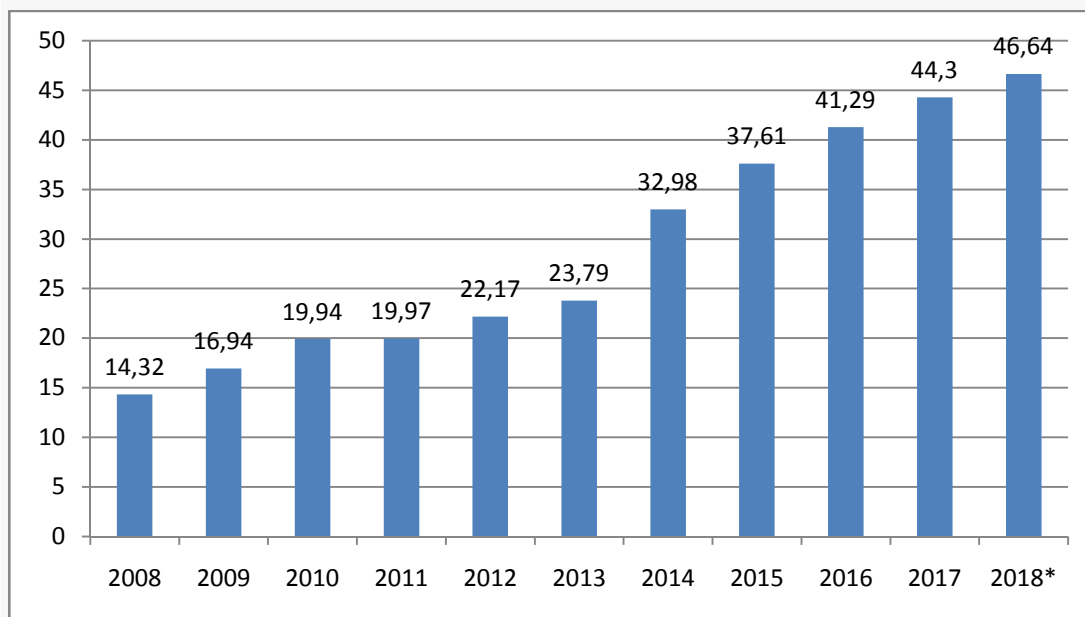
Η έννοια της κοινής περιουσίας που αποτελεί την βασική έννοια των αμοιβαίων κεφαλαίων ξεκίνησε, υπό πρωτόγονη μορφή, από την αρχαιότητα. Υπάρχουν πολλές αναφορές για την προσπάθεια δημιουργίας του πρώτου αμοιβαίου κεφαλαίου κατά το 19<sup>ο</sup> αιώνα. Πολλοί μελετητές αναφέρουν ότι η πρώτη προσπάθεια δημιουργίας ενός οργάνου συλλογικών επενδύσεων έγινε κατά το 1822 από την αυλή του Βασιλιά της Ολλανδίας Γουλιέλμου του Δ'. Στην πραγματικότητα όμως, το πρώτο οργανωμένο αμοιβαίο κεφάλαιο ιδρύθηκε στις 21 Μαρτίου του 1924 στη Μασαχουσέτη των ΗΠΑ με την ονομασία «Massachusetts Investor Trust». Το κεφάλαιο αυτό είχε την πρωτοτυπία ότι οι επενδυτές μπορούσαν να πουλήσουν και να αποχωρήσουν όποτε το επιθυμούσαν, με εύκολες διαδικασίες. Έπειτα από ένα χρόνο το «Massachusetts Investor Trust» απέκτησε ενεργητικό ύψους 392.000 δολάρια. Η επιτυχία αυτού του νέου επενδυτικού προϊόντος ώθησε την ανάγκη για τη δημιουργία περισσότερων αμοιβαίων κεφαλαίων. Έτσι, το 1929 υπήρχαν 19 αμοιβαία κεφάλαια με ενεργητικό ύψους 140 εκ. δολαρίων. Κατά τη δεκαετία του 1930, η ανάπτυξη δεν ήταν και τόσο γρήγορη, ενώ του 1940 τα αμοιβαία κεφάλαια ανήλθαν στα 68 με ενεργητικό 500 εκ. δολάρια. Τις δεκαετίες 1950, 1960, 1970 τα αμοιβαία κεφάλαια εμφάνισαν τεράστια ανάπτυξη. Στα τέλη του 1972, υπήρχαν πάνω από 400 αμοιβαία κεφάλαια με ενεργητικό ύψους πάνω από 60 δις δολάρια. Τέλος, το 1986 τα αμοιβαία κεφάλαια αυξήθηκαν, φτάνοντας σχεδόν τα 1900 με επενδύσεις που ξεπέρασαν τα 708 δις δολάρια.

Οι πρώτες αναφορές αμοιβαίων κεφαλαίων στη χώρα μας γίνεται το 1960. Η εισαγωγή του θεσμού και η διαμόρφωση του πλαισίου δημιουργίας, όμως, πραγματοποιήθηκε το 1970 με το Ν.Δ. 608/70. Στα τέλη του 1972 δημιουργείται η πρώτη Εταιρεία Διαχείρισης «Ελληνική» από την Εμπορική Τράπεζα και προσφέρει στο κοινό το πρώτο αμοιβαίο κεφάλαιο μεικτού τύπου με το όνομα «Ερμής Δυναμικό». Στις αρχές του επόμενου έτους, η Εθνική Τράπεζα δημιουργεί την Εταιρεία Διαχείρισης «Διεθνική» και προσφέρει το αμοιβαίο κεφάλαιο με όνομα «Δήλος Μικτό». Οι δύο τράπεζες επεδίωκαν την συγκέντρωση αποταμιευτών, ώστε τα κεφάλαιά τους να διοχετευτούν με έμμεσο τρόπο στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και να τονωθεί η λειτουργία του. Για τα επόμενα δεκαέξι χρόνια τα δύο αυτά

κεφάλαια αποτελούσαν ολόκληρη την αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων. Οι λόγοι που δεν εισήχθησαν άλλα αμοιβαία κεφάλαια ήταν κυρίως οικονομικοί και πολιτικοί αλλά και το γεγονός ότι το Χρηματιστήριο Αθηνών ακολουθούσε μία πτωτική πορεία. Το 1989 η εταιρεία INTERAMERICAN συγκρότησε το δικό της αμοιβαίο κεφάλαιο με θεματοφύλακα την Εθνική Τράπεζα. Γρήγορα το αμοιβαίο αυτό κεφάλαιο είχε την κυριαρχία της αγοράς. Έπειτα το 1990, δημιουργήθηκαν έξι αμοιβαία κεφάλαια που έδωσαν ώθηση στην αγορά.

### 3.2 Παγκόσμια εξέλιξη των τελευταίων 10 χρόνων

Ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων αναπτύχθηκε σταδιακά και τα τελευταία χρόνια γίνεται όλο και πιο διαδεδομένος στην αγορά. Οι επενδύσεις που γίνονται διαχρονικά στα αμοιβαία κεφάλαια αυξάνονται με αποτέλεσμα να αυξάνεται και το ύψος του ενεργητικού ΟΣΕΚΑ παγκοσμίως.



Γράφημα 3. 1: Επενδύσεις στο ενεργητικό ΟΣΕΚΑ (τελευταίο τρίμηνο, σε τρις ευρώ)

\*τέλος τρίτου τριμήνου

Πηγή: efama

Ο πίνακας 3.1 δίνει τη διάρθρωση των αμοιβαίων κεφαλαίων παγκοσμίως στο τέλος κάθε έτους. Παρατηρείται ότι τα τελευταία δέκα χρόνια τα μετοχικά έχουν κατακτήσει την πρώτη θέση και το ποσοστό τους συνεχώς αυξάνεται.

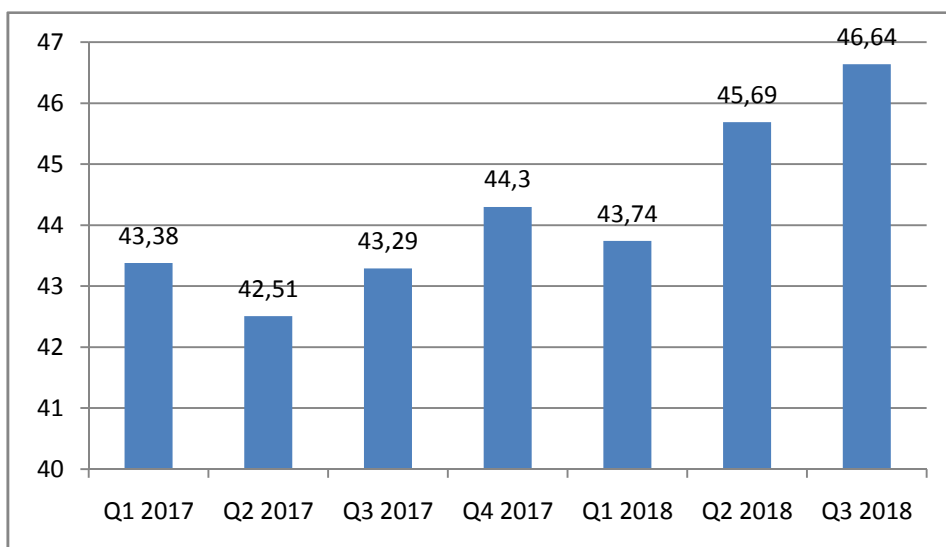
**Πίνακας 3. 1: Διάρθρωση ΟΣΕΚΑ παγκοσμίως (%)**

	Χρηματαγοράς	Ομολογιακά	Μετοχικά	Μικτά	Λοιπά
2008	5	18	41	21	16
2009	5	19	40	22	17
2010	5	23	40	18	14
2011	4	16	35	21	25
2012	3	16	33	21	27
2013	3	17	32	20	28
2014	3	17	32	21	27
2015	12,6	20,3	40,1	18,2	8,8
2016	11,6	21,7	39,8	17,8	9,1
2017	11,1	20,6	41,6	17,6	9,1
2018	11,1	19,9	42,7	17,2	9,1

Πηγή: efama

### **3.3 Παγκόσμια εξέλιξη 2017-2018**

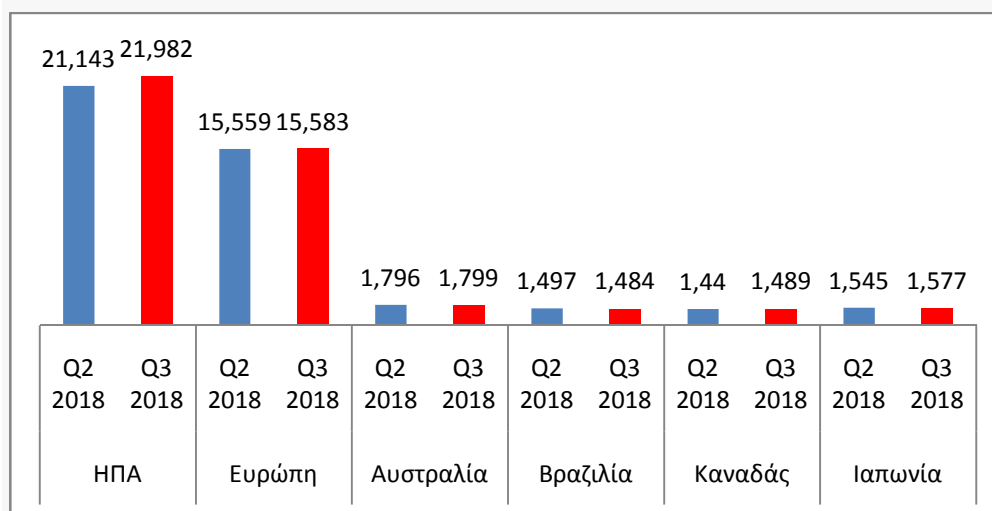
Το 2017 το ύψος του παγκόσμιου ενεργητικού ΟΣΕΚΑ ξεκίνησε με €43,38 τρις το πρώτο τρίμηνο και έφτασε €44,3 τρις το τελευταίο τρίμηνο, παρουσιάζοντας μία μείωση μόνο κατά το δεύτερο τρίμηνο. Το πρώτο τρίμηνο του 2018 το ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων παγκόσμια μειώθηκε από €44,3 σε €43,74 τρις. Υπήρξε δηλαδή μείωση της τάξης του 1,3%. Ωστόσο, στο τέλος του τρίτου τριμήνου παρουσιάστηκε και πάλι αύξηση 2,1%. Παρακάτω παρουσιάζεται το παγκόσμιο ύψος ενεργητικού στο τέλος κάθε τριμήνου. Στη συγκεκριμένα έρευνα περιλαμβάνονται 47 χώρες (Γράφημα 3.2).



Γράφημα 3. 2: Παγκόσμιο ενεργητικό αμοιβαίων κεφαλαίων στο τέλος τριμήνου σε τρις ευρώ

Πηγή: efama

Παρακάτω παρουσιάζεται η σύγκριση του δεύτερου τριμήνου του 2018 και του τρίτου τριμήνου 2018, στο ενεργητικό επενδυτικών κεφαλαίων ανάμεσα σε έξι χώρες/ηπείρους.



Γράφημα 3. 3: Γεωγραφικές τάσεις στο ενεργητικό επενδυτικών κεφαλαίων στο τέλος τριμήνου (σε δις ευρώ)

Πηγή: efama

Το καθαρό ενεργητικό των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, παγκοσμίως, αυξήθηκε κατά 3,5% το τρίτο τρίμηνο του 2018. Τα μικτά αυξήθηκαν κατά 1,5%. Το ενεργητικό των αμοιβαίων χρηματαγοράς και μικτών παρέμεινε σχεδόν σταθερό, παρουσιάζοντας μία πολύ μικρή αύξηση (Πίνακας 3.2).

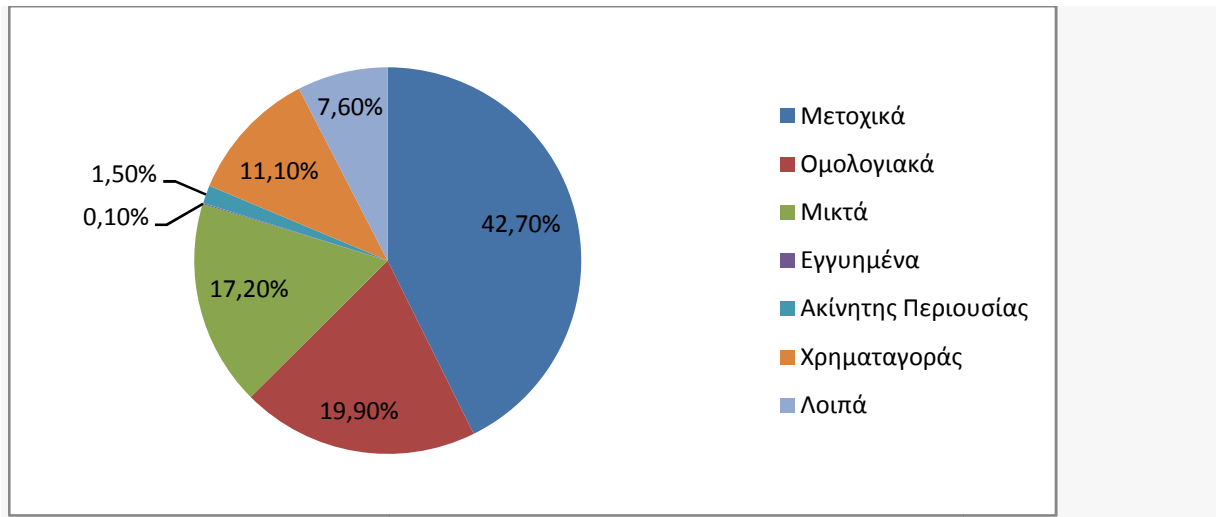
**Πίνακας 3. 2: Παγκόσμια αξία ενεργητικού ΟΣΕΚΑ ανοιχτού τύπου ανά κατηγορία κεφαλαίου (σε δις ευρώ)**

	2017				2018		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Όλα	43,381	42,509	43,29	44,296	43,745	45,689	46,636
Μετοχικά	17,563	17,381	17,695	18,429	18,046	19,229	19,901
Ομολογιακά	9,25	9,002	9,118	9,105	9,012	9,214	9,272
Μικτά	7,707	7,555	7,67	7,807	7,674	7,919	8,034
Εγγυημένα	65	62	59	57	53	50	49
Ακίνητης Περιουσίας	596	595	607	630	645	669	683
Χρηματαγοράς	4,823	4,671	4,845	4,919	4,949	5,113	5,165
Λοιπά	3,377	3,243	3,294	3,347	3,365	3,494	3,531

Πηγή: efama

Έτσι, σε γενικές γραμμές κάθε κατηγορία αμοιβαίου κεφαλαίου κρατά τη θέση της σε όλα τα τρίμηνα. Αυτό που είναι άξιο προσοχής είναι ότι τα μετοχικά κατακτούν τον κόσμο των αμοιβαίων κεφαλαίων. Αναλύοντας το τέλος του τρίτου παρατηρείται ότι το 42,7% της αξίας ενεργητικού παγκοσμίως καταλαμβάνουν τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια. Ακολουθούν με 19,9% τα ομολογιακά και έπειτα τα μικτά με 17,2%. Τέλος, τα αμοιβαία κεφάλαια χρηματαγοράς φαίνεται να αποτελούν τελευταία επιλογή μεταξύ των προηγούμενων, αφού αντιπροσωπεύουν το 11,1% του παγκόσμιου ενεργητικού (Γράφημα 3.4)

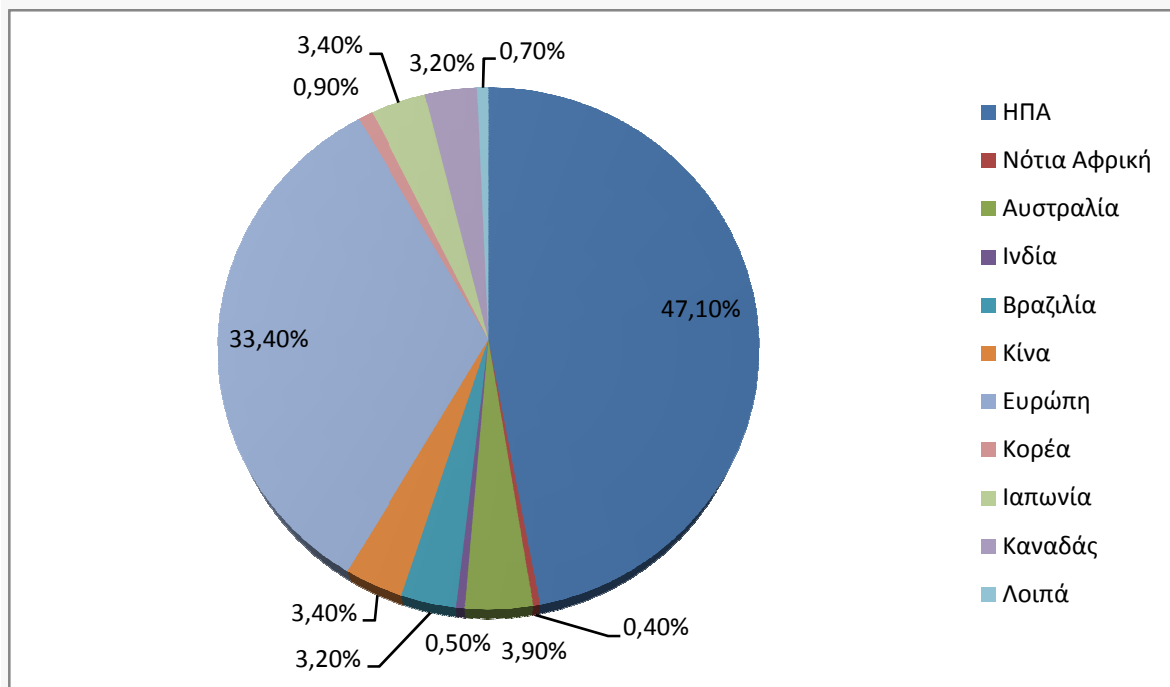




Γράφημα 3. 4: Παγκόσμια αξία ενεργητικού ανά κατηγορία αμοιβαίου κεφαλαίου (3ο τρίμηνο του 2018)

Πηγή: efama

Οι μεγαλύτερες επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια παγκόσμια γίνονται από τις ΗΠΑ και την Ευρώπη με ποσοστό 47,1% και 33,4%, αντίστοιχα. Ακολουθούν Αυστραλία (3,9%), Κίνα (3,4%), Ιαπωνία (3,4%), Βραζιλία (3,2%), Καναδάς (3,2%), Κορέα (0,9%), Ινδία (0,5%), Νότια Αφρική (0,4%). (Γράφημα 3.5)



Γράφημα 3. 5: Χώρες με τις μεγαλύτερες επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια παγκόσμια (μερίδιο αγοράς, τρίτο τρίμηνο 2018)

Πηγή: efama

Όλες οι παραπάνω πληροφορίες αφορούν τα ποσά που επενδύονται σε αμοιβαία κεφάλαια. Έχει ενδιαφέρον, όμως, να αναφερθούν και οι καθαρές πωλήσεις ΟΣΕΚΑ ανοιχτού τύπου παγκοσμίως. Οι παγκόσμιες καθαρές πωλήσεις ανήλθαν σε €169 δις το τρίτο τρίμηνο του 2018, έναντι €193 δις ευρώ το δεύτερο τρίμηνο του 2018. Πιο αναλυτικά στοιχεία για κάθε κατηγορία αμοιβαίου κεφαλαίου παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα. (Πίνακας 3.3)

**Πίνακας 3. 3: Καθαρές πωλήσεις ΟΣΕΚΑ ανοιχτού τύπου παγκόσμια (σε δις ευρώ)**

	2017				2018		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Όλα	611	574	694	635	502	193	169
Μετοχικά	164	113	121	245	217	38	83
Ομολογιακά	254	200	193	138	119	61	78
Μικτά	102	82	65	112	89	26	19
Εγγυημένα	2	-1	-3	-3	-2	-2	-0,4
Ακίνητης Περιουσίας	11	8	9	11	12	14	9
Χρηματαγοράς	28	114	264	112	11	31	-46
Λοιπά	51	57	45	21	55	26	25

Πηγή: efama

Σημείωση: Οι καθαρές πωλήσεις υπολογίζονται αφαιρώντας τις εξαγορές από το άθροισμα των νέων πωλήσεων, των μερισμάτων που επανεπενδύονται και των καθαρών συναλλαγών.

Στη συνέχεια παρουσιάζονται τρεις πίνακες όπου συνοψίζονται το συνολικό καθαρό ενεργητικό των κεφαλαίων, οι συνολικές καθαρές πωλήσεις αλλά και ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων παγκόσμια αλλά και σε κάθε ήπειρο ξεχωριστά. Το ύψος του ενεργητικού αυξήθηκε σε όλες τις ηπείρους κατά το τρίτο τρίμηνο του 2018, εκτός από την Αφρική. Στις χώρες της Αφρικής περιλαμβάνεται μόνο η Νότια Αφρική (Πίνακας 3.4). Οι πωλήσεις, από την άλλη, αυξήθηκαν στην Αμερική, στην Ευρώπη και στην Αφρική, ενώ μειώθηκαν στην Ασία και στις χώρες του Ειρηνικού (τρίτο τρίμηνο του 2018) (Πίνακας 3.5). Τέλος, ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων αυξήθηκε σε Ευρώπη, Αμερική και Ασία, ενώ μειώθηκε στην Αφρική (τρίτο τρίμηνο 2018) (Πίνακας 3.6).

**Πίνακας 3. 4: Συνολικό καθαρό ενεργητικό (σε εκατ. ευρώ)**

	2017				2018		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Παγκόσμια	43,375,109	42,506,859	43,284,874	44,285,341	43,737,065	45,688,540	46,636,365
Αμερική	23,626,482	22,756,512	23,038,462	23,508,919	22,895,660	24,259,700	25,132,735
Ευρώπη	14,357,368	14,455,026	14,824,497	15,154,437	15,093,119	15,559,366	15,582,942
Ασία και χώρες Του Ειρηνικού	5,220,958	5,130,329	5,443,349	5,572,274	5,572,274	5,701,791	5,753,234
Αφρική	170,301	164,992	161,407	178,636	176,012	167,683	167,454

Πηγή: efama

**Πίνακας 3. 5: Συνολικές καθαρές πωλήσεις (σε εκατ. ευρώ)**

	2017				2018		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Παγκόσμια	612,698	573,766	695,400	635,100	502,035	192,948	168,555
Αμερική	238,507	189,528	347,417	347,417	132,664	118,686	127,481
Ευρώπη	254,408	241,309	186,666	186,666	223,378	31,979	50,373
Ασία και χώρες του Ειρηνικού	117,417	140,258	182,146	98,941	145,675	40,625	-12,487
Αφρική	2,366	2,671	2,564	2,076	318	1,658	3,188

Πηγή: efama

**Πίνακας 3. 6: Αριθμός αμοιβαίων κεφαλαίων**

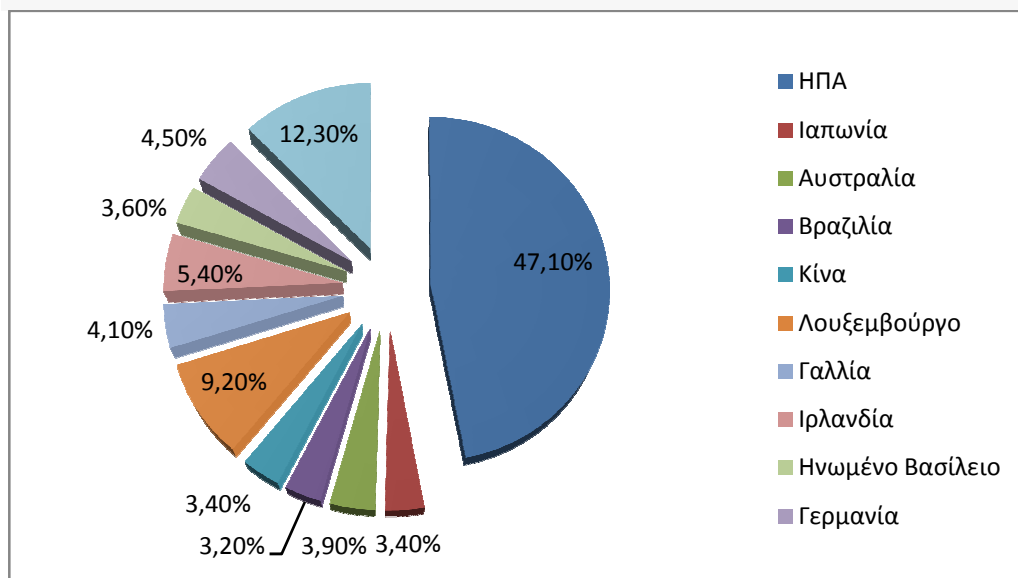
	2017				2018		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Παγκόσμια	123,584	124,864	125,791	125,828	126,836	128,319	129,980
Αμερική	34,588	35,032	35,381	35,646	36,027	36,430	36,748
Ευρώπη	56,147	56,456	56,679	56,650	56,829	57,260	57,659
Ασία και χώρες του Ειρηνικού	30,881	31,363	31,682	31,436	31,944	32,638	33,583
Αφρική	1,968	2,013	2,049	2,096	2,036	1,991	1,990

Πηγή: efama

### 3.4 Εξέλιξη στην Ευρώπη

Επειδή θεωρούνται πολύ ασφαλείς και καλά ρυθμισμένες, τα κεφάλαια των ΟΣΕΚΑ είναι πολύ δημοφιλείς επενδύσεις. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, αντιπροσωπεύουν περίπου το 75% όλων των συλλογικών επενδύσεων από μικρούς επενδυτές στην Ευρώπη. Στο τέλος του 2017, το συνολικό καθαρό ενεργητικό των ευρωπαϊκών επενδυτικών κεφαλαίων ανήλθε σε 15,6 τρισεκατομμύρια ευρώ. Κοντά σε 32.000 από αυτά τα ταμεία ήταν ΟΣΕΚΑ και περίπου 28.300 από αυτά τα ταμεία ήταν Ταμεία Εναλλακτικών Επενδύσεων, σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Ένωση Ταμείων και Διαχείρισης Περιουσιακών Στοιχείων.

Πιο συγκεκριμένα, στο τρίτο τρίμηνο του 2018, πέντε Ευρωπαϊκές χώρες κατατάσσονται μεταξύ των 10 μεγαλύτερων χωρών που επενδύουν σε αμοιβαία κεφάλαια. Οι χώρες αυτές είναι: Λουξεμβούργο (9,2%), Ιρλανδία (5,4%), Γερμανία (4,5%), Γαλλία (4,1%) και Ηνωμένο Βασίλειο (3,6%) (Γράφημα 3.6).



Γράφημα 3. 6: Ευρωπαϊκές χώρες με τις μεγαλύτερες επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια παγκόσμια (μερίδιο αγοράς, τρίτο τρίμηνο 2018)

Πηγή: efama

### 3.5 Εξέλιξη στην Ελλάδα

Η χρηματιστηριακή αγορά στην Ελλάδα άρχισε να αναπτύσσεται μετά το 1990. Το 1999 το συνολικό ενεργητικό αμοιβαίων κεφαλαίων ανήλθε στα €35 δις,

σημειώνοντας ρεκόρ για τα ελληνικά δεδομένα. Έπειτα ακολούθησε μία πτωτική πορεία και στα τέλη του 2015 το ενεργητικό που καταγράφηκε ήταν €7,2 δις. Το 2018 το καθαρό ενεργητικό μειώνεται στο δεύτερο και τρίτο τρίμηνο, ενώ ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων αυξάνεται (Πίνακας 3.7).

**Πίνακας 3. 7: Ενεργητικό, Πωλήσεις, Αριθμός αμοιβαίων κεφαλαίων (Ελλάδα)**

	2017				2018		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Καθαρό Ενεργητικό (σε εκατ. €)	4,429	4,779	4,72	4,928	4,947	4,937	4,800
Καθαρές Πωλήσεις (σε εκατ. €)	2	2	22	-117	104	-72	-53
Αριθμός αμοιβαίων κεφαλαίων	159	157	158	173	176	202	202

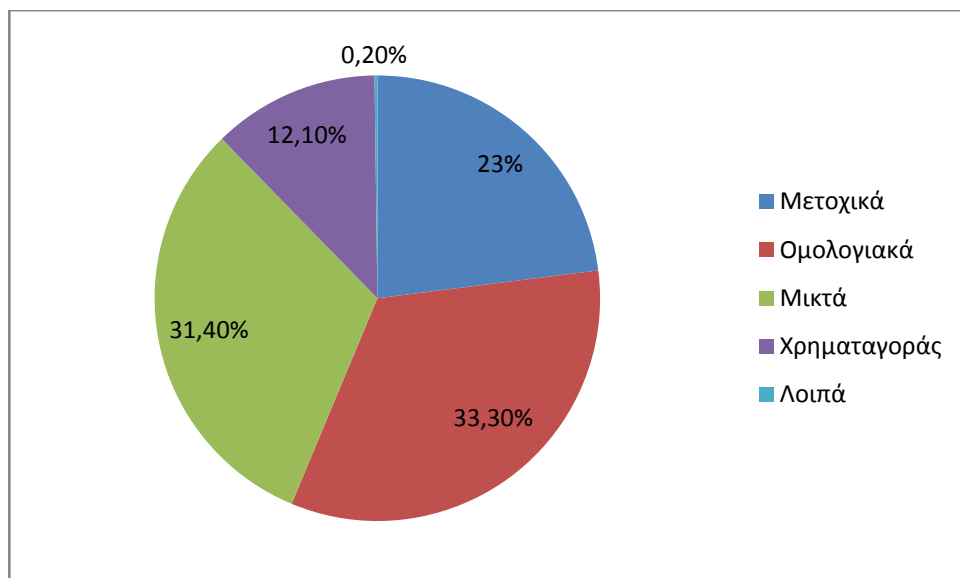
Πηγή:efama

Ο πίνακας 3.8 δείχνει τη διάρθρωση ανά κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων που επενδύθηκαν στην Ελλάδα το τρίτο τρίμηνο του 2018. Ο αριθμός των μετοχικών είναι μεγαλύτερος ωστόσο, το ύψος του ενεργητικού των ομολογιακών ξεπερνά τις υπόλοιπες κατηγορίες.

**Πίνακας 3. 8: Διάρθρωση αμοιβαίων κεφαλαίων (Ελλάδα, τρίτο τρίμηνο 2018)**

	Μετοχικά	Ομολογιακά	Μικτά	Χρηματαγοράς	Λοιπά	Σύνολο
Καθαρό Ενεργητικό (σε εκατ. €)	1,102	1,599	1,507	581	11	4,800
Καθαρές Πωλήσεις (σε εκατ. €)	-13	-8	12	-45	0	-53
Αριθμός αμοιβαίων κεφαλαίων	76	56	46	22	2	202

Πηγή: efama



**Γράφημα 3. 7: Διάρθρωση ανά κατηγορία στην Ελλάδα (τρίτο τρίμηνο 2018)**

Στην Ελλάδα λειτουργούν 14 ΑΕΔΑΚ, ο αριθμός των ΑΚ είναι 316 ενώ το συνολικό ενεργητικό είναι €6.059.948.663,99. Κυρίαρχο ρόλο παίζει η EUROBANK ASSET MANAGEMENT ΑΕΔΑΚ με μερίδιο αγοράς 29,84%.

**Πίνακας 3. 9: Συνολικό Ενεργητικό Αγοράς ΟΣΕΚΑ ανά Εταιρεία την 31/12/2018**

ΑΕΔΑΚ	Αριθμός ΑΚ	Συνολικό Ενεργητικό 31/12/2018 (σε €)	Δ% από 1/1/2018	Μερίδιο Αγοράς 31/12/2018
EUROBANK ASSET MANAGEMENT ΑΕΔΑΚ	114	1.808.382.945,32	-12,78%	29,84%
ALPHA ASSET MANAGEMENT ΑΕΔΑΚ	42	1.111.183.774,87	-8,24%	18,34%
ΑΕΔΑΚ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ	2	1.068.265.298,30	-5,56%	17,63%
ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT ΑΕΔΑΚ	26	802.395.212,15	-9,09%	13,24%
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT ΑΕΔΑΚ	53	506.656.897,78	-9,14%	8,36%
ALPHA TRUST	17	205.790.970,25	-8,71%	3,40%
TRITON ASSET	6	143.529.593,31	10,76%	2,37%

MANAGEMENT ΑΕΔΑΚ				
MetLife ΑΕΔΑΚ	12	128.017.807,74	-9,39%	2,11%
ALLIANZ ΑΕΔΑΚ	7	72.558.723,16	-12,31%	1,20%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT ΑΕΔΑΚ	6	67.633.163,89	-5,80%	1,12%
3Κ INVESTMENT PARTNERS ΑΕΔΑΚ	9	66.016.921,86	11,55%	1,09%
ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT ΑΕΔΑΚ	5	35.629.632,81	-12,98%	0,59%
CPB ASSET MANAGEMENT ΑΕΔΑΚ	4	29.151.535,80	-17,75%	0,48%
ATHOS ASSET MANAGEMENT	13	14.736.186,75	-0,59%	0,24%
Σύνολο	316	6.059.948.663,99	-8,97%	100,00%

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Σημείωση1: Από 1/1/2007 στο συνολικό ενεργητικό των ΑΕΔΑΚ, καθώς και στις υφιστάμενες κατηγορίες, συμπεριλαμβάνονται τα αμοιβαία κεφάλαια που έχουν ιδρυθεί σε άλλες χώρες και τα οποία διαχειρίζονται ελληνικές ΑΕΔΑΚ. Το ενεργητικό των ΑΚ που αναφέρεται αφορά τη διάθεση στην Ελλάδα.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

### ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

#### 4.1 Εισαγωγικές έννοιες

Για πολλά χρόνια η έννοια της αξιολόγησης της επίδοσης αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν ανύπαρκτη. Με την πάροδο των χρόνων και όσο ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων αναπτυσσόταν, η αξιολόγηση αποτέλεσε αντικείμενο μεγάλου ενδιαφέροντος τόσο για επενδυτικούς και χρηματιστηριακούς οργανισμούς, όσο και για ακαδημαϊκούς ερευνητές.

Η αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα μέτρα αξιολόγησης της ικανότητας των διαχειριστών να συνθέσουν ένα χαρτοφυλάκιο και να λάβουν τις κατάλληλες αποφάσεις, έτσι ώστε να ανταποκριθούν με επιτυχία στις όποιες αλλαγές συνεπάγεται το οικονομικό περιβάλλον. Ως αποδοτικότητα αμοιβαίου κεφαλαίου θα μπορούσε να ορισθεί η απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή σε σχέση με άλλα αμοιβαία κεφαλαία ίδιας ή διαφορετικής κατηγορίας.

Πέρα όμως, από την εκτίμηση της απόδοσης σημαντική παράμετρος είναι και η εκτίμηση του κινδύνου. Κάθε επενδυτής πρέπει να πάρει τις κατάλληλες επενδυτικές αποφάσεις, όχι μόνο για να πετύχει την μέγιστη δυνατή απόδοση, αλλά και το μικρότερο κίνδυνο για την απόδοση αυτή. Συνεπώς, η απόδοση και ο κίνδυνος αποτελούν δύο βασικά μεγέθη για τη σωστή αξιολόγηση των επενδύσεων.

#### 4.2 Απόδοση και κίνδυνος

Για τον υπολογισμό της απόδοσης ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι σημαντικό να προσδιοριστεί το μέγεθος των χρηματικών εισροών και εκροών, τα χρονικά σημεία στα οποία πραγματοποιούνται αλλά και ο χρονικός ορίζοντας στον οποίο διατηρείται η συγκεκριμένη επένδυση. Η καθαρή απόδοση που επιτυγχάνει ο επενδυτής εξαρτάται από τους εξής παράγοντες:

- Τα μερίσματα που απονέμει το αμοιβαίο κεφάλαιο.



- Την υπεραξία ή τη ζημία που προέρχεται από τη μεταβολή της καθαρής τιμής του μεριδίου.
- Την καταβολή προμήθειας για την αγορά και πώληση του μεριδίου.

Υποθέτουμε ότι  $t$  είναι η χρονική στιγμή που αγοράστηκε το μερίδιο (αρχή του έτους) και  $t+1$  η χρονική στιγμή που πουλήθηκε (τέλος του έτους). Η καθαρή απόδοση υπολογίζεται ως εξής:

$$R = \frac{TE_{t+1} - T\Delta_t + M_{t+1}}{T\Delta_t}$$

Όπου:

R: η καθαρή απόδοση στο τέλος του έτους

$TE_{t+1}$ : η τιμή εξαγοράς στο τέλος του έτους

$T\Delta_{t+1}$ : η τιμή διάθεσης στην αρχή του έτους

$M_{t+1}$ : το ποσό του μερίσματος στο τέλος του έτους

### **Καθαρή Τιμή (KT)**

Η καθαρή τιμή είναι το πηλίκο του συνόλου του ενεργητικού προς τον αριθμό των μεριδίων

$$KT = \frac{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}{\text{Αριθμός Μεριδίων}}$$

### **Τιμή Διάθεσης (TΔ)**

Η τιμή διάθεσης είναι η τιμή στην οποία το αμοιβαίο κεφάλαιο πωλεί (διαθέτει) τα μερίδια στους επενδυτές. Η τιμή διάθεσης είναι ίση με την καθαρή τιμή συν το ποσό της προμήθειας διάθεσης. Η προμήθεια διάθεσης υπολογίζεται επί της καθαρής τιμής.

$$T\Delta = KT(1 + \pi\delta)$$

Εάν γνωρίζουμε την καθαρή τιμή και την τιμή διάθεσης μπορούμε να βρούμε την προμήθεια διάθεσης ( $\pi\delta$ ), η οποία είναι ίση με:

$$\pi\delta = \frac{T\Delta - KT}{KT}$$

### **Τιμή Εξαγοράς (TE)**

Η τιμή εξαγοράς είναι η τιμή στην οποία το αμοιβαίο κεφάλαιο εξαγοράζει τα μερίδια από τους επενδυτές (μεριδιούχους) όταν αυτοί πωλούν τα μερίδια τους. Η τιμή αυτή είναι ίση ή

μικρότερη της καθαρής τιμής ανάλογα του εάν το αμοιβαίο κεφάλαιο επιβάλλει προμήθεια εξαγοράς (πε). Η προμήθεια εξαγοράς υπολογίζεται επί της καθαρής τιμής.

$$TE = KT(1 - πε)$$

Εάν γνωρίζουμε την καθαρή τιμή και την τιμή εξαγοράς μπορούμε να βρούμε την προμήθεια εξαγοράς (πε), η οποία είναι ίση με:

$$πε = \frac{KT - TE}{KT}$$

Η καθαρή απόδοση μπορεί να υπολογιστεί και από τον επόμενο τύπο:

$$R = \frac{KT_{t+1} - KT_t + M_{t+1} - ΠΔ_t - ΠΕ_{t+1}}{KT_t + ΠΔ_t}$$

Όπου:

R: η καθαρή απόδοση στο τέλος του έτους

$KT_{t+1}$ : η καθαρή τιμή στο τέλος του έτους

$KT_t$ : η καθαρή τιμή στην αρχή του έτους

$M_{t+1}$ : το ποσό του μερίσματος στο τέλος του έτους

$ΠΔ_t$ : το ποσό της προμήθειας διάθεσης στην αρχή του έτους

$ΠΕ_{t+1}$ : το ποσό της προμήθειας της αγοράς στο τέλος του έτους

Εάν η συγκεκριμένη απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου έχει επιτευχθεί σε χρονικό διάστημα μικρότερο του ενός έτους, τότε η ετησιοποιημένη απόδοση βρίσκεται ως εξής:

$$AR = R \frac{360}{n}$$

Όπου:

AR: η ετησιοποιημένη απόδοση

n: ο αριθμός των ημερών

R: η απόδοση που έχει επιτευχθεί σε n ημέρες

### **Κίνδυνος**

Μετά την απόδοση επόμενη βασική συνισταμένη για την αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων, όπως αναφέρθηκε πιο πάνω, είναι ο κίνδυνος. Ο κίνδυνος ορίζεται ως η διακύμανση που παρουσιάζουν οι αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίου ή αλλιώς η τυπική

απόκλιση, η οποία μετρά την απόκλιση των αποδόσεων μιας επένδυσης γύρω από τη μέση απόδοση. Όσο μεγαλύτερη είναι η τυπική απόκλιση, τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος της επένδυσης. Οι παράγοντες που επηρεάζουν τη μεταβλητότητα των αποδόσεων είναι:

- Το είδος των κινητών αξιών που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο (Οι τιμές των μικρών εταιρειών παρουσιάζουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα απ' ότι οι τιμές των ομολόγων)
- Ο βαθμός διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου (όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των χρεογράφων που περιλαμβάνει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο τόσο μικρότερη μεταβλητότητα παρουσιάζει)
- Το βαθμό στον οποίο δανείζεται το αμοιβαίο κεφάλαιο.

Ο κίνδυνος μπορεί να διακριθεί σε συστηματικό και μη συστηματικό. Ο συστηματικός ή κίνδυνος της αγοράς προέρχεται από παράγοντες που επηρεάζουν τις τιμές των χρεογράφων στην αγορά, αντικατοπτρίζει δηλαδή τις γενικές μεταβολές της αγοράς. Ο μη συστηματικός κίνδυνος προέρχεται από παράγοντες που επηρεάζουν μόνο τη συγκεκριμένη εταιρεία ή τον κλάδο της.

### **Συντελεστής βήτα**

Ο συντελεστής βήτα μετράει το μέγεθος του συστηματικού κινδύνου. Για ένα αμοιβαίο κεφάλαιο εκφράζει τη διακύμανση της αξίας του κεφαλαίου σε σχέση με τον κίνδυνο της αγοράς. Αντιπροσωπεύει, πρακτικά, τον κίνδυνο εκείνο που οφείλεται σε πολιτικές και οικονομικές μεταβολές που ενδέχεται να επηρεάσουν όλες τις μετοχές σε διαφορετικό βαθμό την καθεμία. Είναι αναγκαίο να διευκρινιστεί ότι ο συντελεστής βήτα δεν δείχνει τον κίνδυνο ενός αμοιβαίου κεφαλαίου αλλά το πόσο μεταβλητό είναι ως προς το δείκτη της αγοράς. Όσο μεγαλύτερος είναι ο συντελεστής  $\beta$  ενός αμοιβαίου κεφαλαίου τόσο πιο επικίνδυνο είναι. Διακρίνονται τέσσερις περιπτώσεις:

- Εάν  $\beta > 1$ , τότε το αμοιβαίο κεφάλαιο θεωρείται επιθετικό, καθώς μεταβάλλεται περισσότερο από το Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου και στην άνοδο αλλά και στην κάθοδο. Θα υπάρξουν μεγαλύτερες αποδόσεις και σημαντικά κέρδη σε μια ανοδική αγορά, αλλά μεγαλύτερες απώλειες όταν η αγορά ακολουθεί πτωτική πορεία.
- Εάν  $\beta < 1$ , τότε το αμοιβαίο κεφάλαιο θεωρείται αμυντικό, οι αποδόσεις του μεταβάλλονται πιο ήπια απ' ότι η αγορά. Σε περιόδους ανόδου των τιμών του

Χρηματιστηρίου επιτυγχάνουν μικρότερη απόδοση από την μέση απόδοση του Δείκτη και σε περιόδους πτώσης αντιστέκονται καλύτερα από τον Δείκτη.

- Εάν  $\beta=1$ , τότε οι τιμή του μεριδίου του αμοιβαίου κεφαλαίου μεταβάλλεται κατά μέσο όρο όσο και ο Δείκτης του Χρηματιστηρίου.
- Εάν  $\beta=0$ , τότε η τιμή του μεριδίου κινείται ανεξάρτητα από τον Δείκτη του Χρηματιστηρίου.

Με λίγα λόγια, ο συντελεστής  $\beta$  δείχνει την ευαισθησία της τιμής του αμοιβαίου κεφαλαίου στις ανοδικές ή καθοδικές μεταβολές της χρηματιστηριακής αγοράς.

### 4.3 Μέθοδοι Αξιολόγησης Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Για να μελετηθεί ο τρόπος με τον οποίο συμπεριφέρεται όχι μόνο ένας επενδυτής αλλά το σύνολο των επενδυτών δημιουργήθηκε η ανάγκη υποδειγμάτων. Τα υποδείγματα που έχουν αναπτυχθεί για το σκοπό αυτό ονομάζονται υποδείγματα ισορροπίας και δείχνουν τον τρόπο με τον οποίο διαμορφώνονται οι τιμές και οι αποδόσεις των χρεογράφων.

#### 4.3.1 Υπόδειγμα CAPM

Το πιο διαδεδομένο υπόδειγμα ισορροπίας είναι το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων (Capital Asset Pricing Model, CAPM). Το υπόδειγμα αυτό αναπτύχθηκε ανεξάρτητα από τους Sharpe (1964), Lintner (1965) και Moissin (1966). Διατυπώνει μια θεωρία σχετικά με τη σχέση μεταξύ του κινδύνου της επένδυσης, ( όπως αυτός μετριέται με το συντελεστή  $\beta$ ) και της απαιτούμενης απόδοσης. Το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων βασίζεται σε κάποιες υποθέσεις οι οποίες είναι οι ακόλουθες:

1. Όλοι οι επενδυτές προτιμούν εκείνο το χαρτοφυλάκιο που έχει τη μεγαλύτερη προσδοκώμενη απόδοση με το μικρότερο κίνδυνο.
2. Η πράξη των ανοιχτών πωλήσεων επιτρέπεται σε απεριόριστο βαθμό. Τα διάφορα χρεόγραφα μπορούν να αγοραστούν και να πουληθούν σε οποιαδήποτε ποσότητα.
3. Υπάρχει ένα χρεόγραφο μηδενικού κινδύνου του οποίου η απόδοση είναι  $R_f$ . Έτσι οι επενδυτές μπορούν να απεριόριστα να δανείσουν ή να δανειστούν με το επιτόκιο του χρεογράφου μηδενικού κινδύνου.

4. Δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών και οι φόροι είναι μηδενικοί. Δεν υφίσταται η έννοια της προσωπικής φορολογίας εισοδήματος.
5. Όλοι οι επενδυτές έχουν τον ίδιο χρονικό ορίζοντα και λαμβάνουν υπόψη τους την αναμενόμενη τιμή και τη διακύμανση των αποδόσεων που έχουν προκύψει με βάση αυτόν.
6. Η πληροφόρηση είναι ταυτόχρονα ελεύθερη και διαθέσιμη σε όλους τους επενδυτές.
7. Όλοι οι επενδυτές έχουν τις ίδιες ακριβώς προσδοκίες για όλα τα δεδομένα όπως την προσδοκώμενη απόδοση, κίνδυνο, συνδιακύμανση.
8. Όλα τα περιουσιακά στοιχεία είναι διαπραγματεύσιμα και απείρως διαιρετά.
9. Δεν υπάρχουν απροσδόκητες αλλαγές σε πληθωρισμό ή επιτόκια.
10. Οι κεφαλαιαγορές βρίσκονται σε κατάσταση ισορροπίας ή αγωνίζονται να φτάσουν την κατάσταση ισορροπίας.

Η εξίσωση του μοντέλου αποτίμησης κεφαλαιουχικών στοιχείων (CAPM) δίνεται από τη σχέση:

$$E(R_{jt}) = R_{Ft} + \beta_j[E(R_{Mt}) - R_{Ft}]$$

$E(R_{jt})$ : η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου  $j$  για τη χρονική περίοδο  $t$

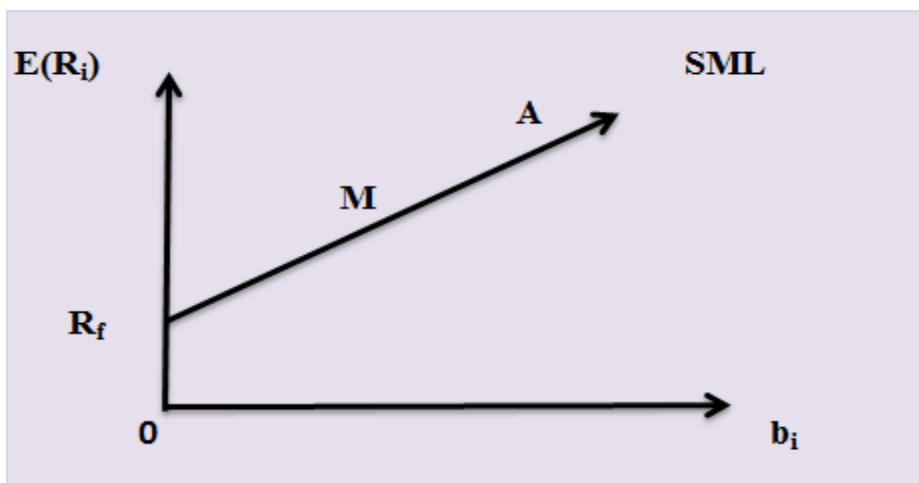
$E(R_{Mt})$ : η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς

$R_{Ft}$ : η απόδοση του χρεογράφου μηδενικού κινδύνου την περίοδο  $t$

$\beta_j$ : το βήτα του χαρτοφυλακίου  $j$

Στο παρακάτω σχήμα φαίνεται η σχέση μεταξύ της αναμενόμενης απόδοσης και του συστηματικού κινδύνου σε κατάσταση ισορροπίας ενός χρεογράφου ως προς το χαρτοφυλάκιο της αγοράς.

#### Διάγραμμα (CAPM)



Γενικά το Capital Asset Pricing Model μας επιτρέπει να εξηγήσουμε τις μεταβολές της αναμενόμενης απόδοσης σε συνδυασμό με τον συστηματικό κίνδυνο και την ύπαρξη ενός στοιχείου με μηδενικό κίνδυνο.

#### 4.3.2 Έρευνες για την αξιολόγηση αμοιβαίων κεφαλαίων

Ένας από τους λόγους που οι επενδυτές αγοράζουν αμοιβαία κεφάλαια είναι η πρόβλεψη των επενδυτικών ωφελειών που μπορούν να πετύχουν οι διαχειριστές. Η διαδικασία αυτή φυσικά δεν είναι τόσο απλή, και η απόδοση του διαχειριστή αξιολογείται με βάση τα αποτελέσματα. Για την αξιολόγηση της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι σημαντική η επιλογή του σημείου αναφοράς και η επιλογή του μοντέλου. Τα άρθρα των Jensen (1968), Grinblatt και Titman (1989) και Malkiel (1995) συγκαταλέγονται στα κύρια για την αξιολόγηση της απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου. Τα αποτελέσματα των ερευνών τους είναι σταθερά.

Το άρθρο του Sharpe (1966) είναι μία από τις πρώτες έρευνες που αξιολογούν την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ο Sharpe θεωρεί ότι αν η διοίκηση επιλέξει τα κατάλληλα χρεόγραφα, πετύχει την αποτελεσματική διαφοροποίηση και γενικά την κατάλληλη επιλογή χαρτοφυλακίου για δεδομένο κίνδυνο, τότε θα υπάρξει σημαντική διαφορά στην απόδοση αμοιβαίων κεφαλαίων. Δοκίμασε την μέθοδο του, εξετάζοντας 34 αμοιβαία κεφάλαια ανοιχτού τύπου που καλύπτουν μία περίοδο από 1954 έως 1963. Τα αποτελέσματα έδειξαν σημαντική μεταβλητότητα. Το γεγονός αυτό οφείλεται σε δύο παράγοντες κατά τον Sharpe. Ένας παράγοντας είναι το γεγονός ότι οι μεταβολές είναι μεταβατικές ή υπερβολικές (σ' αυτούς που πιστεύουν ότι η αγορά είναι αποτελεσματική) και ο άλλος αποδίδει τις διαφορές στις δεξιότητες διαχείρισης.

Οι Treynor και Mazury (1966) ξεκίνησαν την έρευνα τους με αφορμή τη σχέση επενδυτή-διαχειριστή καθώς οι επενδυτές περιμένουν από τους διαχειριστές να είναι σε θέση να προβλέψουν τις κινήσεις της αγοράς. Για την αντιμετώπιση του προβλήματος επινόησαν μια δοκιμασία της ιστορικής επιτυχίας των αμοιβαίων κεφαλαίων, προβλέποντας σημαντικές κινήσεις στην αγορά. Διάλεξαν 57 κεφάλαια την περίοδο 1953 έως 1962. Τα ποσοστά απόδοσης αυτών των κεφαλαίων χρησιμοποιήθηκαν για να διερευνήσουν εάν η μεταβλητότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι υψηλότερη όταν έχουμε ευνοϊκές συνθήκες αγοράς από ότι όταν η αγορά δεν λειτουργεί καλά. Το συμπέρασμα στο οποίο κατέληξαν είναι πως ο ρυθμός απόδοσης για ένα αμοιβαίο κεφάλαιο αντισταθμίζεται με το ποσοστό

απόδοσης ενός κατάλληλου δείκτη αγοράς. Κατέληξαν, λοιπόν, στο συμπέρασμα ότι οι διαχειριστές δεν πρέπει να θεωρούνται υπεύθυνοι για την αποτυχία πρόβλεψης.

Το έργο του Jensen (1968) είναι το πρώτο που ασχολήθηκε με τη μέτρηση της απόλυτης απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων. Αυτό επιτεύχθηκε μέσω της εισαγωγής ενός μοντέλου που στατιστικά μετρά την απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου σε σχέση με ένα σημείο αναφοράς. Το μοντέλο του Jensen είναι μια πρακτική προσαρμογή του μοντέλου της αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων (CAPM), το οποίο υποθέτει ότι όλοι οι επενδυτές έχουν αποφύγει τον κίνδυνο, έχουν ομοιογενείς προσδοκίες και έχουν τη δυνατότητα να επιλέξουν χαρτοφυλάκια βάση του κινδύνου και της απόδοσής τους. Ο Jensen χρησιμοποιεί δεδομένα από 115 κεφάλαια που καλύπτουν το διάστημα 1945-1964. Η πλειοψηφία αυτών των κεφαλαίων είχε  $\alpha < 0$ , και μόνο 39 αναφέρουν  $\alpha > 0^4$ . Έτσι, κατά μέσο όρο τα αμοιβαία κεφάλαια δεν παράγουν αποδόσεις ικανές να αντισταθμίσουν τα έξοδα έρευνας και διαχείρισης. Με τα αποτελέσματα της έρευνας κατέληξε στο συμπέρασμα πως δεν υπάρχουν αρκετά αποδεικτικά στοιχεία ότι ένα μεμονωμένο αμοιβαίο κεφάλαιο μπορεί να έχει μεγαλύτερη απόδοση από ένα χαρτοφυλάκιο που αποτελείται από μετοχές που επιλέχθηκαν τυχαία.

Σε αντίθεση με προηγούμενες μελέτες οι οποίες εξετάζουν τις πραγματικές αποδόσεις που πραγματοποιούνται από επενδυτές αμοιβαίων κεφαλαίων, οι Grinblatt και Titman έδωσαν έμφαση σε κάτι άλλο. Ασχολήθηκαν περισσότερο με το σύνολο των εξόδων συναλλαγών με δοκιμές για μη φυσιολογικές αποδόσεις. Χρησιμοποίησαν τριμηνιαία στοιχεία από 155 αμοιβαία κεφάλαια για την περίοδο 1975-1984. Οι συγγραφείς μετά την έρευνα κατέληξαν στο συμπέρασμα πως ενώ μπορεί να υπάρξει υψηλή απόδοση μεταξύ αναπτυξιακών αμοιβαίων κεφαλαίων, τα επιθετικά αμοιβαία κεφάλαια και τα μικρότερα αμοιβαία κεφάλαια έχουν τα υψηλότερα έξοδα, εξαλείφοντας έτσι τις μη φυσιολογικές αποδόσεις των επενδυτών. Έτσι οι επενδυτές μπορούν να επωφεληθούν των δεξιοτήτων των διαχειριστών χαρτοφυλακίων αγοράζοντας μετοχές σε αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια.

Ο Malkiel σε ολοκληρωμένη μελέτη του ασχολείται με μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια που πωλούνται στο κοινό κατά την περίοδο 1971-1991, με σκοπό να διερευνήσει τις αποδόσεις, την επιμονή των αποδόσεων και τις δαπάνες. Ο Malkiel βρίσκει ότι εμφανίζονται αρκετές «ρωγμές» στο αποδοτικό σύστημα της αγοράς κατά τη διάρκεια του 1970. Οι «ρωγμές» που εμφανίζονται είναι: η ικανότητα των διαχειριστών να πετύχουν αποδόσεις ελαφρώς υψηλότερες από την γραμμή αγοράς του μοντέλου αποτίμησης κεφαλαιακών

---

<sup>4</sup> Η σημασία του συντελεστή  $\alpha$  αναφέρεται παρακάτω στην ενότητα 4.3.4

στοιχείων (CAPM) και οι αποδόσεις των παρελθοντικών αμοιβαίων κεφαλαίων που προβλέπουν τις μελλοντικές αποδόσεις.

Οι δύο παράγοντες που θα πρέπει να προσεχθούν για την αξιολόγηση είναι:

- Η ικανότητα του χαρτοφυλακίου να έχει πάνω από τη μέση απόδοση για ένα δεδομένο ύψος κινδύνου, και
- Η ικανότητα να διαφοροποιεί, δηλαδή να εξαλείφει όλον τον μη συστηματικό κίνδυνο.

Για να είναι η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου πάνω από τη μέση απόδοση πρέπει η διοίκηση να είναι σε θέση να επιλέξει μετοχές υποτιμημένες αλλά και να μπορεί να προβλέψει τις κινήσεις της αγοράς, έτσι ώστε να πουλά και να αγοράζει την κατάλληλη στιγμή αλλάζοντας τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου. Σε περιόδους όπου προβλέπεται ανοδική τάση της αγοράς η διοίκηση θα επιλέξει μετοχές με υψηλό βήτα, ενώ σε περιόδους που προβλέπεται πτωτική τάση θα επιλέξει μετοχές με χαμηλό βήτα.

Οι αποδόσεις της αγοράς βασίζονται μόνο πάνω στον συστηματικό κίνδυνο. Ο μη συστηματικός κίνδυνος μπορεί να εξαλειφθεί σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο. Επομένως, οι επενδυτές πρέπει να πετύχουν ένα τελείως διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο δηλαδή το χαρτοφυλάκιο που θα έχει τέλεια συσχέτιση με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς.

Οι επενδυτές θα πρέπει να εστιάσουν την προσοχή τους και σε κάποια κριτήρια-δείκτες που αφορούν την προσέγγιση της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου. Η προσέγγιση αυτή συσχετίζει το απόλυτο επίπεδο της απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου που επιτυγχάνεται μέσα σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο του κινδύνου που ενσωματώνεται σε αυτό. Παρακάτω αναφέρονται κριτήρια-δείκτες που αποτελούν μεθόδους αξιολόγησης αμοιβαίων κεφαλαίων.

### 4.3.1 Δείκτης του Treynor

Ο Treynor (1965) είναι ο πρώτος που δημιούργησε ένα δείκτη αξιολόγησης αποδοτικότητας αμοιβαίου κεφαλαίου. Ο δείκτης Treynor εκφράζει την επιπλέον απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου από την απόδοση των χαρτοφυλακίων μηδενικής απόδοσης, ανά μονάδα συστηματικού κινδύνου. Η μέθοδος αυτή υποθέτει ότι τα χαρτοφυλάκια είναι



διαφοροποιημένα και ο μόνος κίνδυνος που υπάρχει είναι ο συστηματικός. Ο δείκτης Treynor υπολογίζεται από τον ακόλουθο τύπο:

$$T_j = \frac{E(R_j) - R_f}{\beta_j}$$

Όπου:

$E(R_j)$ : η μέση απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου  $j$

$R_f$ : το ακίνδυνο επιτόκιο που μπορεί κανείς να κερδίσει σε χρεόγραφα μηδενικού κινδύνου

$\beta_j$ : το βήτα του αμοιβαίου κεφαλαίου

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης του Treynor, τόσο καλύτερο είναι το αμοιβαίο κεφάλαιο σε σχέση με άλλα.

### 4.3.2 Δείκτης του Sharpe

Επειδή με το δείκτη του Treynor λαμβάνεται υπόψη μόνο ο συστηματικός κίνδυνος μπορεί να προκύψουν διάφορα προβλήματα που δεν μπορούν να αντιμετωπιστούν. Έτσι, το 1966, ο Sharpe πρότεινε ένα δείκτη για εκείνες τις περιπτώσεις όπου ο δείκτης Treynor δεν αναμενόταν να έχει ικανοποιητική προβλεπτική ικανότητα. Ο δείκτης Sharpe εκφράζει την επιπλέον απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου από την απόδοση των χαρτοφυλακίων μηδενικής απόδοσης ανά μονάδα συνολικού κινδύνου. Σε αυτήν την περίπτωση λαμβάνεται υπόψη ο συνολικός κίνδυνος και όχι μόνο ο συστηματικός. Όταν το χαρτοφυλάκιο δεν είναι καλά διαφοροποιημένο, η χρήση της τυπικής απόκλισης ως μέτρο κινδύνου είναι η κατάλληλη. Αντιθέτως, όταν το χαρτοφυλάκιο είναι καλά διαφοροποιημένο, το κατάλληλο μέτρο είναι ο συντελεστής βήτα. Ο δείκτης του Sharpe έχει παρόμοια χαρακτηριστικά με τον δείκτη του Treynor και υπολογίζεται ως εξής:

$$S_j = \frac{E(R_j) - R_f}{\sigma_j}$$

Όπου:

$E(R_j)$ : η μέση απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου  $j$

$R_f$ : το ακίνδυνο επιτόκιο που μπορεί κανείς να κερδίσει σε χρεόγραφα μηδενικού κινδύνου

$\sigma_j$ : η τυπική απόκλιση της απόδοσης

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης  $S_j$ , τόσο καλύτερο το αμοιβαίο κεφάλαιο σε σχέση με άλλα.

### 4.3.3 Μέτρο αποδοτικότητας Modigliani and Modigliani ( $M^2$ )

Οι F. Modigliani και L. Modigliani (1997) πρότειναν ένα εναλλακτικό μέτρο απόδοσης προσαρμοσμένο στον κίνδυνο. Βασικό χαρακτηριστικό του μέτρου αυτού είναι να δείξει την απόδοση την οποία επιτυγχάνει το αμοιβαίο κεφάλαιο στην περίπτωση που αναλαμβάνει το ίδιο επίπεδο κινδύνου με αυτό του δείκτη. Επομένως, εάν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο λάβει τις μεγαλύτερες τιμές σε σχέση με κάποια άλλα τότε αυτό παρουσιάζει μεγαλύτερη απόδοση για κάθε επίπεδο κινδύνου. Με αυτόν τον τρόπο, όλα τα χαρτοφυλάκια προσαρμόζονται στο ίδιο επίπεδο κινδύνου και έτσι μπορούν να συγκριθούν πάνω στην ίδια κλίμακα. Το μέτρο Modigliani υπολογίζεται σύμφωνα με τον παρακάτω τύπο:

$$M^2 = R_p - R_M$$

Όπου:

$R_p$ : η μέση απόδοση του προσαρμοσμένου χαρτοφυλακίου  $p$  στον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου της αγοράς

$R_M$ : η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς

### 4.3.4 Δείκτης του Jensen

Το 1968 ο Jensen προτείνει μια εναλλακτική προσέγγιση για την αξιολόγηση της επίδοσης ενός αμοιβαίου κεφαλαίου η οποία βασίζεται στο συντελεστή βήτα και στη θεώρηση της διαφοροποίησης του κινδύνου μέσω της επιλογής χαρτοφυλακίου. Η προσέγγιση αυτή λαμβάνει υπόψη της ιστορικές τιμές του μακροοικονομικού περιβάλλοντος (επιτόκια, δείκτης τιμών χρηματιστηρίου) και απαντάει στο ερώτημα κατά πόσο η αποδοτικότητα ενός αμοιβαίου κεφαλαίου διαφοροποιείται από αυτή ενός ακίνδυνου χρεογράφου και του χαρτοφυλακίου της αγοράς ανάλογα με τον κίνδυνο που ενσωματώνει.

Η μέθοδος στηρίζεται στο υπόδειγμα της αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων (Capital Asset Pricing Model, CAPM), έτσι για την αξιολόγηση πραγματοποιείται η εκτίμηση της ακόλουθης παλινδρόμησης:

$$E(R_{jt}) = R_{Ft} + \beta_j [E(R_{Mt}) - R_{Ft}] + u_{jt}$$

Όπου:

$E(R_{jt})$ : η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου  $j$  για τη χρονική περίοδο  $t$

$E(R_{Mt})$ : η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς

$R_{Ft}$ : η απόδοση του χρεογράφου μηδενικού κινδύνου την περίοδο  $t$

$\beta_j$ : το βήτα του χαρτοφυλακίου  $j$

$u_{jt}$ : το τυχαίο λάθος

Ο προηγούμενος τύπος μπορεί να γραφεί και ως εξής:

$$E(R_{jt}) - R_{Ft} = \beta_j [E(R_{Mt}) - R_{Ft}] + u_{jt}$$

Η σχέση αυτή μπορεί να ισχύει, μπορεί και όχι. Εάν ισχύει, αυτό σημαίνει ότι η απόδοση είναι ίση με αυτή που συνεπάγεται το υπόδειγμα και άρα όλα τα χαρτοφυλάκια βρίσκονται σε ισορροπία. Εάν δεν ισχύει, τότε η απόδοση στην πραγματικότητα μπορεί να είναι μεγαλύτερη ή μικρότερη από αυτή που συνεπάγεται το υπόδειγμα. Για το λόγο αυτό, στην παραπάνω σχέση προσθέτουμε ένα σταθερό όρο  $\alpha_j$ , που αντιπροσωπεύει το τυχαίο λάθος:

$$E(R_{jt}) - R_{Ft} = \alpha_j + \beta_j [E(R_{Mt}) - R_{Ft}] + u_{jt}$$

Με την προσθήκη του  $\alpha_j$  μπορούμε να συμπεράνουμε εάν το χαρτοφυλάκιο έχει υπέρ-απόδοση ή υπό-απόδοση.

- Εάν η παράμετρος  $\alpha_j$  είναι θετική και στατιστικά σημαντική, τότε ο διαχειριστής πέτυχε καλύτερη απόδοση από αυτή που περίμενε με βάση το συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε (δηλαδή από αυτή που προβλέπει το υπόδειγμα CAPM).
- Εάν η παράμετρος  $\alpha_j$  είναι αρνητική και στατιστικά σημαντική, τότε ο διαχειριστής ασκεί αποτυχημένη διαχείριση, καθώς η απόδοση του χαρτοφυλακίου υπολείπεται της αναμενόμενης σύμφωνα με το CAPM.
- Εάν η παράμετρος  $\alpha_j$  είναι στατιστικά ίση με το μηδέν, τότε ο διαχειριστής πέτυχε την αναμενόμενη απόδοση με βάση το συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε (η απόδοση του χαρτοφυλακίου ίση με την αναμενόμενη απόδοση CAPM).

Ο δείκτης Jensen αποτελεί μέτρο αξιολόγησης της ικανότητας των διαχειριστών να επιλέγουν τα κατάλληλα χρεόγραφα για ένα χαρτοφυλάκιο.

### 4.3.5 Μέθοδος Fama

Η μέθοδος Fama, κατά κύριο λόγο, μετρά την υπέρ-απόδοση ενός χαρτοφυλακίου και κατά πόσο αυτή οφείλεται στην ικανότητα του επενδυτή. Η μέθοδος ακολουθεί κάποια βήματα, τα οποία είναι τα εξής:

1. Βρίσκουμε την προσδοκώμενη απόδοση σύμφωνα με το υπόδειγμα CAPM.

$$E(R_j) = R_F + \beta_j [E(R_M) - R_F]$$

2. Εξετάζουμε την πραγματική απόδοση ( $R_j$ ).

3. Βρίσκουμε τη διαφορά της προσδοκώμενης  $E(R_j)$  και πραγματικής απόδοσης ( $R_j$ ). Η διαφορά που θα προκύψει μας δείχνει ουσιαστικά την απόδοση επιλεκτικότητας. Η διαφορά αυτή, ωστόσο, μπορεί να μην οφείλεται στις ικανότητες του διαχειριστή να επιλέγει μετοχές αλλά σε άλλους παράγοντες, όπως για παράδειγμα να υπάρχει μεγαλύτερος κίνδυνος απ' ότι υπολόγισε το CAPM. Αυτό μπορεί να προκύψει, διότι το υπόδειγμα CAPM θεωρεί ότι όλα τα χαρτοφυλάκια είναι τελείως διαφοροποιημένα Έτσι, εάν δεν είναι τελείως διαφοροποιημένα υπάρχει και ο μη συστηματικός κίνδυνος.

4. Ο κίνδυνος αυτός θα πρέπει να ληφθεί υπόψη αντικαθιστώντας το  $\beta_j$  με τον λόγο  $\frac{\sigma_j}{\sigma_M}$ .

Επομένως, η απαιτούμενη απόδοση θα είναι:  $R_j^* = R_F + \frac{\sigma_j}{\sigma_M}(R_M - R_F)$

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ

#### 5.1 Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο θα γίνει μία έρευνα για την απόδοση των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων και συγκεκριμένα των μετοχικών. Τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια στην Ελλάδα φτάνουν τα 39, η έρευνα ωστόσο θα γίνει σε 22, καθώς εξετάζεται η τελευταία πενταετία και δεν υπάρχουν τα επαρκή στοιχεία για τα υπόλοιπα 17. Η περίοδος στην οποία εξετάστηκαν είναι: 1/11/2013 έως 31/10/2018. Πρέπει να σημειωθεί ότι σε αντίθεση με τα αμοιβαία κεφάλαια, δεν υπάρχουν δεδομένα για τον Γενικό Δείκτη τον Ιούλιο του 2015 και συγκεκριμένα τις ημερομηνίες 27/06/2015 έως 2/08/2015. Επομένως, ο συγκεκριμένος μήνας παραλείπεται και από τις αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων. Οι ημερήσιες τιμές κλεισίματος των κεφαλαίων για την πενταετία αντλήθηκαν από την ιστοσελίδα [www.naftemporiki.gr](http://www.naftemporiki.gr). Ο πίνακας 5.1 δείχνει τα αμοιβαία κεφάλαια που εξετάστηκαν:

**Πίνακας 5. 1: Ελληνικά Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια**

A/A	ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ
1	3Κ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
2	ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧ. ΕΣ.
3	ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
4	ALPHA BLUE CHIPS ΕΛ.ΜΕΤ. CLASSIC
5	ALPHA TRUST HELLENIC EQUITY FUND R
6	ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤ.ΕΣ.
7	ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΕΛ.ΜΕΤ. CLASSIC
8	ATTICA ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
9	CPB ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ
10	EUROBANK (LF) EQUITY GREEK EQUITIES
11	EUROBANK GF GREEK EQUITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
12	EUROBANK I (LF) EQUITY GREEK EQUITIES
13	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤΟΧ. ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
14	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.
15	METLIFE ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΑΙ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ

16	THETIS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ
17	TRITON ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
18	ΔΗΛΟΣ (BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)
19	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP (ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)
20	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)
21	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ®
22	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ®

## 5.2 Υπολογισμός απόδοσης

Στο πρώτο στάδιο της έρευνας υπολογίζονται οι μηνιαίες αποδόσεις και κατόπιν η μέση μηνιαία απόδοση για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο. Ο τύπος που χρησιμοποιήθηκε για τη μηνιαία απόδοση είναι ο εξής:

$$R = \frac{TK_{\alpha\rho\chi} - TK_{\tau\epsilon\lambda}}{TK_{\alpha\rho\chi}}$$

R: μηνιαία απόδοση αμοιβαίου κεφαλαίου

TK<sub>αρχ</sub>: τιμή κλεισίματος πρώτη μέρα του μήνα

TK<sub>τελ</sub>: τιμή κλεισίματος τελευταία μέρα του μήνα

Η μέση μηνιαία απόδοση δόθηκε από τη μέση τιμή των 60 μηνιαίων αποδόσεων. Όλες οι αποδόσεις των κεφαλαίων είναι θετικές πέρα από το αμοιβαίο κεφάλαιο ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.) που είχε απόδοση -0,17%. Μεγαλύτερη απόδοση κατέγραψε THETIS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ με 1,68%. Τα αποτελέσματα είναι στρογγυλοποιημένα με προσέγγιση εκατοστού και βρίσκονται στον πίνακα 5.2. Παρουσιάζεται, επίσης, η απόδοση του Γενικού Δείκτη.

**Πίνακας 5. 2: Μέση μηνιαία απόδοση μετοχικών κεφαλαίων**

A/A	ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	R
1	3Κ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,47%
2	ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧ. ΕΣ.	0,65%
3	ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,47%
4	ALPHA BLUE CHIPS ΕΛ.ΜΕΤ.CLASSIC	0,54%

5	ALPHA TRUST HELLENIC EQUITY FUND R	0,61%
6	ALPHA TRUST NEW STRATEGY MET.ΕΣ.	0,45%
7	ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΕΛ.ΜΕΤ. CLASSIC	0,51%
8	ΑΤΤΙΚΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,72%
9	CPB ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	1,64%
10	EUROBANK (LF) EQUITY GREEK EQUITIES	1,20%
11	EUROBANK GF GREEK EQUITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,83%
12	EUROBANK I (LF) EQUITY GREEK EQUITIES	0,87%
13	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤΟΧ. ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,84%
14	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	0,90%
15	METLIFE ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΑΙ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	0,27%
16	ΤΗΤΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	1,68%
17	ΤΡΙΤΟΝ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,02%
18	ΔΗΛΟΣ (BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	0,93%
19	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP (ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	0,40%
20	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	-0,17%
21	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ®	0,14%
22	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ®	0,61%
	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ	0,91%

### 5.3 Υπολογισμός κινδύνου

Ο κίνδυνος αμοιβαίου κεφαλαίου, όπως έχει αναφερθεί σε προηγούμενο κεφάλαιο, χωρίζεται σε συστηματικό και μη συστηματικό.

Ο μη συστηματικός κίνδυνος υπολογίζεται μέσω της τυπικής απόκλισης και του συντελεστή μεταβλητότητας. Η τυπική απόκλιση συμβολίζεται με «σ» και είναι η θετική τετραγωνική ρίζα της διακύμανσης. Η τυπική απόκλιση είναι μέτρο που χρησιμοποιείται για να υπολογιστεί το ποσό της μεταβολής ή της διασποράς του συνόλου τιμών δεδομένων γύρω από την αναμενόμενη μέση τιμή. Εκφράζεται με την ίδια μονάδα μέτρησης που εκφράζονται και οι παρατηρήσεις. Στα αμοιβαία κεφάλαια, συγκεκριμένα, αποτελεί μέτρο κινδύνου

αγοράς για τα επενδυτικά προϊόντα. Η χαμηλή τυπική απόκλιση υποδηλώνει ότι οι τιμές των δεδομένων τείνουν να είναι κοντά στη μέση τιμή (αναμενόμενη απόδοση μιας επένδυσης) του συνόλου, ενώ μια υψηλή τυπική απόκλιση υποδεικνύει ότι οι τιμές των παρατηρήσεων απλώνονται από ένα ευρύτερο φάσμα τιμών. Γενικά, όσο υψηλότερη είναι η τυπική απόκλιση τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος.

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n [R_i - E(R)]^2 P_{ri}}$$

Όπου:

$R_i$ : η απόδοση της  $i$  περίπτωσης

$P_{ri}$ : η πιθανότητα τις  $i$  περίπτωσης να συμβεί

$n$ : ο αριθμός των περιπτώσεων που εξετάζονται

$E(R)$ : η μέση απόδοση

Επειδή η τυπική απόκλιση εκφράζεται σε μονάδες μέτρησης της μεταβλητής, δημιουργείται πρόβλημα όταν θέλουμε να συγκρίνουμε ως προς τη μεταβλητότητα δύο κατανομές, οι οποίες είτε εκφράζονται σε διαφορετικές μονάδες μέτρησης, είτε εκφράζονται στην ίδια μονάδα μέτρησης, αλλά έχουν σημαντικά διαφορετικές μέσες τιμές. Σε αυτήν την περίπτωση χρησιμοποιούμε τον συντελεστή μεταβολής ή συντελεστή μεταβλητότητας CV, ο οποίος εκφράζεται επί τοις εκατό και είναι ανεξάρτητος από τις μονάδες μέτρησης (είναι δηλαδή καθαρός αριθμός). Για τα αμοιβαία κεφάλαια ο συντελεστής μεταβλητότητας μετρά τον κίνδυνο ανά μονάδα απόδοσης. Χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση επενδύσεων που έχουν διαφορετική απόδοση και κίνδυνο. Όσο μικρότερος είναι ο συντελεστής μεταβλητότητας τόσο μικρότερος ο κίνδυνος ανά μονάδα απόδοσης. Ο τύπος για το συντελεστή μεταβλητότητας είναι ο εξής:

$$CV = \frac{\sigma_j}{|R_j|}^5$$

Όπου:

$\sigma_j$ : η τυπική απόκλιση του αμοιβαίου κεφαλαίου  $j$

$R_j$ : η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου  $j$

Στον πίνακα 5.3 παρουσιάζεται ο μη συστηματικός κίνδυνος κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου αλλά και του Γενικού Δείκτη μέσω της τυπικής απόκλισης. Ο μεγαλύτερος

<sup>5</sup> Χρησιμοποιείται η απόλυτη τιμή της απόδοσης. Έτσι, αν  $R_j < 0$  τότε χρησιμοποιείται η  $|R_j|$ , δηλαδή η απόδοση χωρίς το αρνητικό πρόσημο.



κίνδυνος που σημειώνεται είναι 7,61% στο μετοχικό ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ και ο μικρότερος 5,22% στο μετοχικό THETIS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ. Ο Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου σημειώνει τυπική απόκλιση 7,34%. Η μέση τιμή των τυπικών αποκλίσεων του συνόλου των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων είναι 6,47%.

**Πίνακας 5. 3: Τυπική απόκλιση μετοχικών κεφαλαίων**

A/A	ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	σ
1	3Κ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	5,44%
2	ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧ. ΕΣ.	6,91%
3	ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	7,61%
4	ALPHA BLUE CHIPS ΕΛ.ΜΕΤ. CLASSIC	6,24%
5	ALPHA TRUST HELLENIC EQUITY FUND R	6,26%
6	ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤ.ΕΣ.	5,85%
7	ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΕΛ.ΜΕΤ. CLASSIC	6,20%
8	ΑΤΤΙΚΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	6,31%
9	CPB ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	6,94%
10	EUROBANK (LF) EQUITY GREEK EQUITIES	7,22%
11	EUROBANK GF GREEK EQUITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	6,73%
12	EUROBANK I (LF) EQUITY GREEK EQUITIES	7,11%
13	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤΟΧ. ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	6,84%
14	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	6,76%
15	METLIFE ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΑΙ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	5,84%
16	THETIS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	5,22%
17	TRITON ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	6,28%
18	ΔΗΛΟΣ (BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	7,28%
19	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP (ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	6,57%
20	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	5,44%
21	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ®	6,42%
22	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ®	6,83%
	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ	7,34%

Για να μπορέσουμε να καταλάβουμε καλύτερα τη σχέση απόδοσης-κινδύνου ανάμεσα σε όλα τα μετοχικά είναι απαραίτητος ο συντελεστής μεταβλητότητας. Παρακάτω στον

πίνακα 5.4 εμφανίζεται ο συντελεστής μεταβλητότητας αλλά και η μέση απόδοση και ο κίνδυνος του κάθε κεφαλαίου. Τη μεγαλύτερη διασπορά εμφανίζει το μετοχικό TRITON ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ με CV = 330, ενώ τη μικρότερη το THETIS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ με CV = 3,1. Η τιμή του συντελεστή μεταβλητότητας για το Γενικό Δείκτη είναι CV = 8.07.

**Πίνακας 5. 4: Συντελεστής Μεταβλητότητας μετοχικών κεφαλαίων**

A/A	ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	R	σ	CV
1	3Κ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,47%	5,44%	11,7
2	ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧ. ΕΣ.	0,65%	6,91%	10,6
3	ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,47%	7,61%	16,2
4	ALPHA BLUE CHIPS ΕΛ.ΜΕΤ.CLASSIC	0,54%	6,24%	11,5
5	ALPHA TRUST HELLENIC EQUITY FUND R	0,61%	6,26%	10,3
6	ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤ.ΕΣ.	0,45%	5,85%	13
7	ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΕΛ.ΜΕΤ. CLASSIC	0,51%	6,20%	12,1
8	ATTICA ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,72%	6,31%	8,76
9	CPB ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	1,64%	6,94%	4,22
10	EUROBANK (LF) EQUITY GREEK EQUITIES	1,20%	7,22%	6,02
11	EUROBANK GF GREEK EQUITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,83%	6,73%	8,15
12	EUROBANK I (LF) EQUITY GREEK EQUITIES	0,87%	7,11%	8,13
13	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤΟΧ. ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,84%	6,84%	8,13
14	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	0,90%	6,76%	7,52
15	METLIFE ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΑΙ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	0,27%	5,84%	21,4
16	THETIS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	1,68%	5,22%	3,1
17	TRITON ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,02%	6,28%	330

18	ΔΗΛΟΣ (BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	0,93%	7,28%	7,83
19	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP (ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	0,40%	6,57%	16,5
20	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	-0,17%	5,44%	33
21	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ®	0,14%	6,42%	44,5
22	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ®	0,61%	6,83%	11,2
	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ	0,91%	7,34%	8,07

Πέρα από το μη συστηματικό κίνδυνο όμως υπάρχει και ο συστηματικός και αυτός δεν μπορεί να εξαλειφθεί. Ο κίνδυνος αυτός υπολογίζεται με τον συντελεστή βήτα. Πριν μιλήσουμε όμως για τον συντελεστή βήτα, είναι χρήσιμο να δούμε τι σημαίνει συνδιακύμανση. Συνδιακύμανση  $COV(i,j)$  είναι η στατιστική μέτρηση της σχέσης που υπάρχει στις αποδόσεις μεταξύ δύο μεταβλητών  $i$  και  $j$ . Η συνδιακύμανση δύο αποδόσεων μπορεί να είναι θετική, αρνητική ή να μην υπάρχει σχέση. Θετική συσχέτιση σημαίνει ότι οι αποδόσεις των δύο μεταβλητών κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση. Αρνητική συσχέτιση σημαίνει ότι οι αποδόσεις των δύο μεταβλητών κινούνται προς την αντίθετη κατεύθυνση. Ο συντελεστή βήτα ορίζεται ως εξής:

$$\beta_j = \frac{COV_{Mj}}{\sigma_M^2}$$

Όπου:

$COV_{Mj}$ : η συνδιακύμανση του χαρτοφυλακίου της αγοράς  $M$  και του αμοιβαίου κεφαλαίου  $j$

$\sigma_M^2$ : η διακύμανση της αγοράς

Στη συγκεκριμένη έρευνα, για τον υπολογισμό του συντελεστή βήτα χρησιμοποιήθηκαν οι μηνιαίες αποδόσεις του Γενικού Δείκτη ΧΑ (χαρτοφυλάκιο της αγοράς) και οι μηνιαίες αποδόσεις των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Ο μήνας Ιούλιος του 2015 παραλείπεται καθώς δεν υπάρχουν τιμές για τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου. Ο συντελεστής βήτα για όλα τα μετοχικά είναι μικρότερος του 1. Αυτό σημαίνει ότι τα συγκεκριμένα μετοχικά θεωρούνται αμυντικά και οι αποδόσεις του μεταβάλλονται πιο ήπια από την αγορά. Το μετοχικό που πλησιάζει τη μονάδα και δείχνει να μεταβάλλεται όσο και ο δείκτης του Χρηματιστηρίου είναι το ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ με  $\beta = 0,9979$  (Πίνακας 5.5).

**Πίνακας 5. 5: Συστηματικός κίνδυνος μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων**

A/A	ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	β
1	3Κ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,6929
2	ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧ. ΕΣ.	0,9198
3	ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,9979
4	ALPHA BLUE CHIPS ΕΛ.ΜΕΤ. CLASSIC	0,8347
5	ALPHA TRUST HELLENIC EQUITY FUND R	0,8403
6	ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤ.ΕΣ.	0,7746
7	ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΕΛ.ΜΕΤ. CLASSIC	0,8279
8	ΑΤΤΙΚΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,8247
9	CPB ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,8927
10	EUROBANK (LF) EQUITY GREEK EQUITIES	0,8988
11	EUROBANK GF GREEK EQUITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,8901
12	EUROBANK I (LF) EQUITY GREEK EQUITIES	0,8968
13	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤΟΧ. ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,9048
14	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	0,895
15	ΜΕΤΛΙΦΕ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΑΙ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	0,6771
16	THETIS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,5987
17	TRITON ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,8061
18	ΔΗΛΟΣ (BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	0,9744
19	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP (ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	0,8076
20	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	0,7068
21	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ®	0,8107
22	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ®	0,9151

#### 5.4 Υπολογισμός δεικτών αξιολόγησης

Για την έρευνα χρησιμοποιήθηκαν επίσης οι μέθοδοι Sharpe, Treynor και  $M^2$ . Η ετήσια απόδοση του χρεογράφου μηδενικού κινδύνου (ΧΜΚ) ορίστηκε ίση με 2%. Κατά συνέπεια η μηνιαία απόδοση του ΧΜΚ ισούται με 0,17%.

Τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια παρακάτω κατατάσσονται με βάση αυτούς τους δείκτες.

## Δείκτης Sharpe

Σύμφωνα με το δείκτη Sharpe στην κορυφή της κατάταξης βρίσκεται το THETIS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ. Ενώ τα κεφάλαια ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ®, TRITON ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ και ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.) παρουσιάζουν αρνητικές τιμές. Αυτό οφείλεται στην υπό-απόδοση που έχουν σε σχέση με το χρεόγραφο μηδενικού κινδύνου. (Πίνακας 5.6)

**Πίνακας 5. 6: Κατάταξη αμοιβαίων κεφαλαίων με βάση το δείκτη Sharpe**

A/A	ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	S
16	THETIS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,2904
9	CPB ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,2131
10	EUROBANK (LF) EQUITY GREEK EQUITIES	0,1431
14	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	0,1083
18	ΔΗΛΟΣ (BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	0,1048
12	EUROBANK I (LF) EQUITY GREEK EQUITIES	0,0995
13	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤΟΧ. ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,0986
11	EUROBANK GF GREEK EQUITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,0979
8	ΑΤΤΙΚΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,0877
5	ALPHA TRUST HELLENIC EQUITY FUND R	0,0703
2	ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧ. ΕΣ.	0,0701
22	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ®	0,0646
4	ALPHA BLUE CHIPS ΕΛ.ΜΕΤ. CLASSIC	0,0604
7	ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΕΛ.ΜΕΤ. CLASSIC	0,0554
1	3Κ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,0551
6	ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤ.ΕΣ.	0,0487
3	ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,0399
19	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP (ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	0,0351
15	METLIFE ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΑΙ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	0,0181
21	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ®	-0,0035
17	TRITON ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,0235
20	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	-0,0611

## Δείκτης Treynor

Ο δείκτης Treynor όπως έχει αναφερθεί σε προηγούμενο κεφάλαιο λαμβάνει υπόψη μόνο το συστηματικό κίνδυνο, θεωρώντας πως τα χαρτοφυλάκια είναι τελείως διαφοροποιημένα. Εάν είναι όντως διαφοροποιημένα τότε βγάζουμε τα ίδια συμπεράσματα με τον δείκτη Sharpe. Στην κορυφή βρίσκεται πάλι με βάση το δείκτη Treynor αυτή τη φορά το THETIS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ, ενώ αρνητικές τιμές παρουσιάζουν και πάλι τα μετοχικά ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ®, TRITON ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ και ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)

**Πίνακας 5. 7: Κατάταξη μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων με βάση το δείκτη Treynor**

A/A	ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	T
16	THETIS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,0253
9	CPB ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,0166
10	EUROBANK (LF) EQUITY GREEK EQUITIES	0,0115
14	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	0,0082
12	EUROBANK I (LF) EQUITY GREEK EQUITIES	0,0079
18	ΔΗΛΟΣ (BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	0,0078
13	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΞ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤΟΧ. ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,0075
11	EUROBANK GF GREEK EQUITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,0074
8	ΑΤΤΙΚΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,0067
2	ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧ. ΕΣ.	0,0053
5	ALPHA TRUST HELLENIC EQUITY FUND R	0,0052
22	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ®	0,0048
4	ALPHA BLUE CHIPS ΕΛ.ΜΕΤ. CLASSIC	0,0045
1	3Κ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,0043
7	ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΕΛ.ΜΕΤ. CLASSIC	0,0041
6	ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤ.ΕΣ.	0,0037
3	ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,003
19	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP (ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	0,0029
15	METLIFE ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΑΙ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	0,0016
21	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ®	-0,0003

17	TRITON ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,0018
20	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	-0,0047

### Δείκτης M<sup>2</sup>

Στον πίνακα 16 ακολουθεί κατάταξη με βάση το δείκτη M<sup>2</sup>. Πρώτο στην κατάταξη είναι το THETIS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ. Πέντε αμοιβαία κεφάλαια εμφανίζουν υπερβάλλουσα, προσαρμοσμένη στον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου της αγοράς, απόδοση σε σχέση με την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Αρνητική τιμή παρουσιάζουν 17 από τα 22 μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια.

**Πίνακας 5. 8: Κατάταξη μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων με βάση το δείκτη M<sup>2</sup>**

A/A	ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	M <sup>2</sup>
16	THETIS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,0139
9	CPB ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,00822
10	EUROBANK (LF) EQUITY GREEK EQUITIES	0,00308
14	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	0,00052
18	ΔΗΛΟΣ (BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	0,00027
12	EUROBANK I (LF) EQUITY GREEK EQUITIES	-0,0001
13	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΞ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤΟΧ. ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,0002
11	EUROBANK GF GREEK EQUITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,0002
8	ΑΤΤΙΚΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,001
5	ALPHA TRUST HELLENIC EQUITY FUND R	-0,0023
2	ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧ. ΕΣ.	-0,0023
22	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ®	-0,0027
4	ALPHA BLUE CHIPS ΕΛ.ΜΕΤ. CLASSIC	-0,003
7	ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΕΛ.ΜΕΤ. CLASSIC	-0,0034
1	3Κ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,0034
6	ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤ.ΕΣ.	-0,0039
3	ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,0045
19	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP (ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	-0,0048
15	METLIFE ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΑΙ	-0,0061

	ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	
21	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ®	-0,0077
17	ΤΡΙΤΟΝ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,0092
20	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	-0,0119

### Συγκεντρωτική κατάταξη

Στον πίνακα 5.9 ακολουθεί η κατάταξη των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων με βάση τον συντελεστή μεταβλητότητας και τους δείκτες Sharpe, Treynor και  $M^2$ . Τα πρώτα 4 αμοιβαία κεφάλαια είναι το THETIS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ, CPB ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ, EUROBANK (LF) EQUITY GREEK EQUITIES, INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ. Παρατηρείται ότι η κατάταξη αυτών των κεφαλαίων βάση των δεικτών είναι ακριβώς ίδια. Ακριβώς ίδια είναι η κατάταξη σε ακόμα 9 αμοιβαία κεφάλαια. Ενώ η κατάταξη των υπολοίπων 9 διαφέρει με πάρα πολύ μικρές αποκλίσεις.

**Πίνακας 5. 9: Συγκεντρωτική κατάταξη μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων βάση των δεικτών Treynor, Sharpe και  $M^2$**

ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑΣ CV	ΔΕΙΚΤΗΣ SHARPE	ΔΕΙΚΤΗΣ TREYNOR	ΔΕΙΚΤΗΣ $M^2$
16	16	16	16
9	9	9	9
10	10	10	10
14	14	14	14
18	18	12	18
12	12	18	12
13	13	13	13
11	11	11	11
8	8	8	8
5	5	2	5
2	2	5	2
22	22	22	22
4	4	4	4
1	7	1	7



7	1	7	1
6	6	6	6
3	3	3	3
19	19	19	19
15	15	15	15
20	21	21	21
21	17	17	17
17	20	20	20

## Συμπεράσματα

Στην παρούσα διπλωματική εργασία αντικείμενο μελέτης αποτέλεσαν τα αμοιβαία κεφάλαια. Ο ρόλος που διαδραματίζουν στην πορεία της χρηματοοικονομικής αγοράς είναι σημαντικός και αυτό φαίνεται από τη ανάπτυξη τους από την πρώτη μέρα που δημιουργήθηκαν μέχρι και σήμερα. Λόγω των πολλών πλεονεκτημάτων τους αποτέλεσαν πόλο έλξης για πολλούς επενδυτές. Σε πρώτο στάδιο παρουσιάστηκαν οι έννοιες ΟΣΕΚΑ και ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων. Στη συνέχεια έγινε μία ανάλυση της εξέλιξης των αμοιβαίων κεφαλαίων σε παγκόσμιο και εγχώριο επίπεδο. Στο τελικό στάδιο παρουσιάστηκαν οι μέθοδοι αξιολόγησης αμοιβαίων κεφαλαίων οι οποίες έπειτα εφαρμόστηκαν στα Ελληνικά Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια για τα τελευταία πέντε χρόνια. Οι μέθοδοι αξιολόγησης που χρησιμοποιήθηκαν συντέλεσαν στην εξαγωγή των συμπερασμάτων.

Τα τελευταία δέκα χρόνια οι επενδύσεις στο ενεργητικό ΟΣΕΚΑ παγκόσμια γίνονται κάθε χρόνο όλο και μεγαλύτερες, φτάνοντας το τρίτο τρίμηνο του 2018 τα 46,64 τρις ευρώ από 14,32 τρις ευρώ το 2008. Κάθε χρονιά την τελευταία δεκαετία πρώτη θέση στη διάρθρωση αμοιβαίων κεφαλαίων κατακτούν τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια. Συγκεκριμένα το 2018 το ποσοστό των μετοχικών ανέρχεται στο 42,7%. Τα ομολογιακά και τα μικτά εναλλάσσονται στην δεύτερη και τρίτη θέση κατά τη διάρκεια της δεκαετίας.

Εξετάζοντας με περισσότερη λεπτομέρεια το δεύτερο και τρίτο τρίμηνο του 2018, είναι φανερό πως οι ΗΠΑ και η Ευρώπη ανήκουν στις πρώτες χώρες/ηπείρους παγκοσμίως με τις μεγαλύτερες επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια με ποσοστά 47,1% και 33,4% αντίστοιχα. Ακολουθούν Κίνα, Αυστραλία και Ιαπωνία με πολύ μικρότερα ποσοστά. Κατά το τρίτο τρίμηνο του 2018 το ύψος του ενεργητικού αλλά και ο αριθμός των κεφαλαίων αυξήθηκε σε όλες τις ηπείρους εκτός από την Αφρική ενώ οι πωλήσεις αυξήθηκαν σε όλες τις ηπείρους εκτός από την Ασία και τις χώρες του Ειρηνικού. Οι παγκόσμιες πωλήσεις φτάνουν στο ύψος των 169 δις ευρώ με την κατηγορία των μετοχικών πρώτη.

Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή οι επενδύσεις σε κεφάλαια ΟΣΕΚΑ αντιπροσωπεύουν το 75% όλων των συλλογικών επενδύσεων. Το τρίτο τρίμηνο του 2018 ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων φτάνει τις 57.659. Οι τρεις χώρες με τις υψηλότερες επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια είναι το Λουξεμβούργο, η Ιρλανδία και η Γερμανία, οι οποίες ανήκουν και στην πρώτη δεκάδα παγκόσμια.

Η ανάπτυξη των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι καθοριστική και για τη χρηματιστηριακή αγορά της Ελλάδας. Ωστόσο μελετώντας το τρίτο τρίμηνο του 2018, το καθαρό ενεργητικό μειώθηκε σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά σε 4.800 εκατ. ευρώ, σε αντίθεση με τον αριθμό των αμοιβαίων κεφαλαίων που αυξήθηκε σε 202. Παρά το γεγονός ότι ο αριθμός των

μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερος έναντι όλων των άλλων κατηγοριών, το ύψος του ενεργητικού τους δεν καταλαμβάνει την πρώτη θέση. Το καθαρό ενεργητικό των ομολογιακών είναι αυτό που ξεπερνά τις υπόλοιπες κατηγορίες με 1.599 εκατ. ευρώ αφήνοντας τις κατηγορίες μικτών και μετοχικών στη δεύτερη και τρίτη θέση, αντίστοιχα.

Στην περίπτωση της εμπειρικής έρευνας οι μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν οδήγησαν στην εξαγωγή των παρακάτω συμπερασμάτων.

Στα 22 ελληνικά μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια που εξετάστηκαν, 4 μόνο βρέθηκαν να έχουν απόδοση μεγαλύτερη του Γενικού Δείκτη. Τα υπόλοιπα 18 είχαν απόδοση μικρότερη του Γενικού Δείκτη και μάλιστα ένα από αυτά είχε απόδοση αρνητική. Όσον αφορά τον κίνδυνο των κεφαλαίων ήταν μικρότερος του Γενικού Δείκτη και για τα 22 μετοχικά. Επιπλέον λαμβάνοντας υπόψη το συντελεστή βήτα για τη μέτρηση του συστηματικού κινδύνου παρατηρείται πως για όλα τα μετοχικά είναι μικρότερο του 1. Με άλλα λόγια, οι αποδόσεις των συγκεκριμένων μετοχικών μεταβάλλονται πιο ήπια από την αγορά και θεωρούνται αμυντικά. Ένα από αυτά μάλιστα πλησιάζει τη μονάδα, δηλαδή μεταβάλλεται όσο και ο δείκτης του Χρηματιστηρίου.

Για την αξιολόγηση των κεφαλαίων που εξετάστηκαν απαραίτητος ήταν ο υπολογισμός των δεικτών Sharpe, Treynor και  $M^2$ . Τα αποτελέσματα παρατίθενται παρακάτω.

Σύμφωνα με τον δείκτη Sharpe τρία από τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν αρνητικό δείκτη κάτι που οφείλεται στην υπό-απόδοση που έχουν σε σχέση με το χρεόγραφο μηδενικού κινδύνου. Μάλιστα παρατηρείται ότι η απόδοση του ενός είναι αρνητική.

Με βάση τον δείκτη Treynor, ο οποίος λαμβάνει υπόψη μόνο τον συστηματικό κίνδυνο, παρουσίασαν αρνητικό τιμή τα ίδια μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια που παρουσίασαν αρνητική τιμή με βάση το δείκτη Sharpe.

Με βάση το δείκτη  $M^2$ , πέντε αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν θετική τιμή. Πιο συγκεκριμένα, εμφανίζουν υπερβάλλουσα, προσαρμοσμένη στον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου της αγοράς, απόδοση σε σχέση με την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Αρνητική τιμή παρουσιάζουν 17 από τα 22 μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια. Τρία από αυτά, είναι τα ίδια με εκείνα που παρουσίασαν αρνητική τιμή και στους δύο προηγούμενους δείκτες.

Τέλος, στη συγκεντρωτική κατάταξη με βάση τους δείκτες Sharpe, Treynor και  $M^2$  είναι εμφανές πως οι θέσεις κατάταξης είναι ακριβώς η ίδια για 13 από τα 22 μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, ενώ τα υπόλοιπα 9 διαφέρουν με πολύ μικρές αποκλίσεις.

### **Περιορισμοί και θέματα για μελλοντική έρευνα**

Οι περιορισμοί στη συγκεκριμένη έρευνα της παρούσας διπλωματικής είναι κυρίως δύο.

Πρώτον, ο αριθμός των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων είναι 39. Η εμπειρική μελέτη πραγματοποιήθηκε σε 22 από αυτά καθώς δεν υπήρχαν τα επαρκή στοιχεία των υπολοίπων για την τελευταία πενταετία.

Δεύτερον τα δεδομένα για τον Γενικό Δείκτη τον Ιούλιο του 2015 δεν υπάρχουν οπότε ο συγκεκριμένος μήνας παραλείπεται και από τις αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων. Το γεγονός αυτό μπορεί να επηρέασε τη συγκεκριμένη έρευνα.

Η εμπειρική μελέτη πραγματοποιήθηκε στα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, θα μπορούσε όμως να επεκταθεί και στις υπόλοιπες κατηγορίες αλλά και στο σύνολο των αμοιβαίων κεφαλαίων που υπάρχουν στην Ελλάδα. Με αυτόν τον τρόπο θα υπήρχε μία γενική εικόνα των ελληνικών κεφαλαίων.

Τέλος, με βάση τα ιστορικά δεδομένα των κεφαλαίων, θα μπορούσαν να δημιουργηθούν υποδείγματα πρόβλεψης που είναι ανταγωνιστικά μεταξύ τους και να επιλεγεί το καλύτερο ως προς την υποδειγματική ικανότητα.

## Βιβλιογραφία

### Ελληνική βιβλιογραφία

Ιωαννίδης Δημήτρης (2018), *Στατιστικές Μέθοδοι: θεωρία και εφαρμογές με χρήση Excel και R*, Νέα έκδοση.

Καραθανάση Γ., Λυμπεροπούλου Γ. (2002), *Αμοιβαία Κεφάλαια*.

Κιόχος Π., Παπανικολάου Γ., Κιόχος Α., (2003), *Διαχείριση χαρτοφυλακίων και χρηματοοικονομικών κινδύνων*.

Νούλας Αθανάσιος (2016), *Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου*, β' έκδοση,

Παπαδάμου Στέφανος (2009), *Διαχείριση χαρτοφυλακίου, μια σύγχρονη προσέγγιση*, 1<sup>η</sup> έκδοση.

Πενταράκη Κ., Ζοπουνίδης Κ (2003), *Αξιολόγηση και διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων: θεωρητική και εμπειρική προσέγγιση*.

Περράτης Παύλος (2007), *Αμοιβαία Κεφάλαια*.

Ευδώρας Π., Ψαρράς Ι. Ζοπουνίδης Κ. (2010), *Σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου*.

### Ξένη βιβλιογραφία

Anderson, Seth C; Philipson; Ahmed, *Mutual Funds: Fifty years of Research Findings*.

European Fund and Asset Management Association (2018), *Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2018*.

Grinblatt, M. and S. Titman, (1989), “*Mutual Fund Performance: an Analysis of Quarterly Portfolio Holdings*,” *The Journal of Business*, 62, 393–416.

Grinblatt, M. and S. Titman, (1993), “*Performance Measurement without Benchmarks: An Examination of Mutual Fund Returns*,” *The Journal of Business*, 66, 47–68.

International Fund and Asset Management Association (2017), *International Statistical Report*, Q1 2017.

International Fund and Asset Management Association (2017), *International Statistical Report*, Q2 2017.

International Fund and Asset Management Association (2017), *International Statistical Report*, Q3 2017.

International Fund and Asset Management Association (2018), *International Statistical Report*, Q1 2018.

International Fund and Asset Management Association (2018), *International Statistical Report*, Q2 2018.

International Fund and Asset Management Association (2018), *International Statistical Report*, Q3 2018.

Jensen, M., (1968), “*The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964*,” *The Journal of Finance*, 23, 389–416.

Malkiel, B., (1995), “*Returns from Investing in Equity Mutual Funds: 1971–1991*,” *The Journal of Finance*, 50, 549–572.

Sharpe, W., (1966), “*Mutual Fund Performance*,” *The Journal of Business*, 39, 119–138.

Treynor, J. and K. Mazury, (1966), “*Can Mutual Funds Outguess the Market?*” *Harvard Business Review*, July, 131–136.

### **Ηλεκτρονικές πηγές**

Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

<https://www.ethe.org.gr>

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

<http://www.hcmc.gr>

Εφημερίδα Ναυτεμπορική

<https://www.naftemporiki.gr>

Εφημερίδα Capital

<https://www.capital.gr>

Τράπεζα της Ελλάδος

<https://www.bankofgreece.gr>

Τράπεζα Πληροφοριών Νομοθεσίας

<http://www.e-nomothesia.gr>

European Fund and Asset Management Association

<https://www.efama.org>